

أسواق المال الناشئة

في

الكتابات الحديثة

مسح مرجعي

د.نجوي عبد الله سمك

مدرس بقسم الاقتصاد

كلية الاقتصاد والعلوم السياسية

## المقدمة :-

أصبحت حركة رؤوس الأموال في ظل ثورة التكنولوجيا والمعلومات أكثر تحراً ، وتحولت أسواق المال بالتدريج إلى سوق عالمي بغض النظر عن الفواصل الجغرافية ؛ لذلك كان علي الأسواق المالية الناشئة ضرورة التكيف السريع مع هذا الاتجاه السائد عالمياً .

وقد شهدت أسواق المال الناشئة خلال عقد التسعينيات العديد من التغيرات الهيكلية ، أدت جميعها إلى تشجيع فلسفة السوق الحر ، وإزالة القيود علي حركة رؤوس الأموال والأخذ بالتقدم التكنولوجي ، والمستحدثات المالية الجديدة .

وكان من نتيجة هذه التغيرات الجوهرية في البيئة التنظيمية والتكنولوجية ، جذب المزيد من التدفقات الرأسمالية للاستفادة من فرص أكبر لتنويع المحافظ المالية ، ومعدلات النمو والعائد المرتفع في هذه الأسواق مقارنة بالأسواق المتقدمة .

وقد أثارت هذه التغيرات ، اهتمام العديد من الباحثين للتعرف على هذه الأسواق ، وأهم خصائصها ، ودراسة الأسباب التي أدت إلي هذه الطفرة من التدفقات الرأسمالية الخاصة ، والأهمية النسبية لها ، وبيان المنافع التي تعود على المستثمر الأجنبي و الدول المتلقية لهذه التدفقات ؛ وكيفية إدارة هذه الأموال المستثمرة ، وأهم المخاطر المصاحبة لها . لذلك سيطرت هذه التساؤلات علي الكتابات خلال النصف الأول من التسعينيات.

عانت أسواق المال الناشئة ، في النصف الأخير لعقد التسعينيات من أزمات مالية متلاحقة (شرق آسيا ١٩٩٧- روسيا ١٩٩٨- البرازيل ١٩٩٩ ) والتي أذرت بها المكسيك عام ١٩٩٤ وهو ما أثار الكثير من الجدل الاقتصادي . فمنذ اندلاع هذه الأزمات ، توالى الكثير من الكتابات ، حول الأزمات وأسبابها : فاجتهدت بعض الكتابات إلى التأكيد علي دور السياسات الاقتصادية الكلية ، والتحرير المالي السريع للأسواق الناشئة ، وأبدي البعض الآخر اهتماماً بطبيعة أسواق المال لهذه الدول ، وما تحتويه من نقاط ضعف أدت إلى عدم قدره هذه الأسواق علي الاندماج الصحيح في النظام المالي العالمي ، وبالتالي حدوث الأزمات . بالإضافة إلى أسباب أخرى فرضت وجودها أثناء فترة الأزمة مثل طبيعة البناء المالي العالمي ، ودور وسلوك المستثمر في ظل نظم مالية أكثر تحراً.

ونتيجة لما سبق فسوف نحاول من خلال هذا المسح المرجعي ، التعرف على أهم الكتابات التي تناولت الأسواق المالية الناشئة بالبحث والتحليل .

وبناء على ذلك فسوف يتم تقسيم الدراسة إلى جزئين : نعرض في الجزء الأول للكتابات التي تناولت بالدراسة الأسواق المالية الناشئة خلال فترة انتعاشها ، وزيادة حجم التدفقات في الفترة من (١٩٩٠-١٩٩٦) من حيث المفهوم ، وأهم خصائصها ، وما شهدته من تدفقات مالية كبيرة وأهم أسباب هذه الطفرة ، وكيفية إدارتها ، وما أثير حول المنافع والمخاطر التي تواجهها الأسواق الناشئة في ظل التدفقات الرأسمالية الكبيرة.

ونتناول في الجزء الثاني الكتابات التي تعرضت للكشف عن المخاطر التي واجهت تلك الأسواق بالفعل خلال الفترة من (١٩٩٧- سبتمبر ٢٠٠٠) وهي فترة التدهور والأزمات . مع الأخذ في الاعتبار أن المكسيك وإن عانت من أزمته المالية عام ١٩٩٤ ؛ إلا أن أثارها لم تكن بالقوة التي أحدثتها الأزمات في الفترة المشار إليها ، ولذلك يعد عام ١٩٩٧ البداية الحقيقية لتدهور تلك الأسواق . وسوف نسعي للتعرف علي الآراء المختلفة التي تناولها الكتاب في عرض هذه الأزمات وأسبابها ، سواء أكانت أسباباً متعلقة بالمستوي الماكرو اقتصادي أم أسباباً خاصة بطبيعة نظامها المالي ، والآثار المختلفة المترتبة على هذه الأزمات ، و أهم السياسات والإجراءات المقترحة من قبل الاقتصاديين للتحوط منها علي المستويين الماكرو اقتصادي ، و سوق الأوراق المالية .

وأخيراً نعرض لأهم الدراسات المختلفة التي تناولت مدى القدرة علي التنبؤ بنمط تدفقات رؤوس الأموال في المرحلة المقبلة .

### خطة الدراسة:-

**الجزء الأول :- أسواق المال الناشئة ( فترة الانتعاش ) .**

- أولاً :- مفهوم وخصائص الأسواق المالية الناشئة.
- ثانياً :- طفرة تدفقات رأس المال إلى الأسواق الناشئة خلال الفترة من (١٩٩٠-١٩٩٦) .
- ثالثاً :- الأسباب التي أدت الى طفرة التدفقات في بداية التسعينيات.
- رابعاً:- منافع ومخاطر التدفقات الرأسمالية إلى الأسواق الناشئة وكيفية إدارتها.

**الجزء الثاني:- أسواق المال الناشئة ( فترة التدهور والأزمات).**

- أولاً:- تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة خلال الفترة (١٩٩٧- يونيو ٢٠٠٠) .
- ثانياً:- أهم أسباب وأثار الأزمات المالية في الأسواق الناشئة .
- ثالثاً :- سياسات التحوط من الأزمات المالية.
- رابعاً:- التنبؤ بصافي التدفقات الرأسمالية إلى الأسواق المالية الناشئة.

## الجزء الأول أسواق المال الناشئة (فترة الانتعاش).

شهدت الأسواق المالية الناشئة منذ بداية التسعينيات، طفرة من تدفقات رأس المال الخاصة؛ نظراً لما أحرزته هذه الأسواق من معدلات نمو اقتصادي مرتفعة وما شهدته أسواقها المالية من تحرير وزيادة درجة اندماجها في النظام المالي العالمي .

دفعت هذه الظواهر العديد من الدراسات للتعرف على طبيعة هذه الأسواق، وأهم الأسباب التي أدت إلى هذه التدفقات وأهم التحديات التي تواجه هذه الأسواق ، لتعظيم الاستفادة من هذه التدفقات ، والحد من مخاطرها . وسوف نعرض من خلال هذا الجزء لأهم الدراسات التي تناولت الأسواق المالية الناشئة خلال فترة انتعاشها والمتمثلة في الفترة من (١٩٩٠-١٩٩٦) من حيث: المفهوم، وحجمها بالنسبة للسوق العالمي ، وأهم خصائصها ، وما شهدته من تدفقات مالية كبيرة ، وأهم أسباب تلك الطفرة ، وما أثير حول المنافع والمخاطر التي تواجهها تلك الأسواق في ظل تلك التدفقات وكيفية إدارتها .

### أولاً: مفهوم وخصائص الأسواق المالية الناشئة

#### ١- المفهوم

ظهر مصطلح الأسواق المالية الناشئة في الكتابات الاقتصادية في عام ١٩٨١ منذ الإعداد لقاعدة بيانات الأسواق الناشئة من قبل مؤسسة التمويل الدولية . فكانت تلك أول قاعدة للبيانات ، تعمل كدليل للاستثمار في تلك الأسواق ، للمستثمرين المحليين والأجانب ، وقد عرفت مؤسسه التمويل الدولية ، بأنها الأسواق التي لا تدخل ضمن مجموعة الدول الصناعية الكبرى ، وتنتمي إلى مجموعة الدول النامية التي تقع في مرحلة تحول إلى اقتصاديات السوق ، وتتميز بأنها أسواق تتمتع بمؤشرات إيجابية للأداء الاقتصادي وأسواق رأس المال بها أخذت في النمو ( IFC, 1997 ) . وتغطي قاعدة البيانات حوالي ٧٧ سوق ناشئ في أقاليم مختلفة (آسيا- أمريكا اللاتينية - أوربا الشرقية - أفريقيا - الشرق الأوسط ) .

ثم توالت الكتابات المتخصصة في دراسة تلك الأسواق وخصائصها ، ومحاولة وضع تعريف محدد لها ومن أهم تلك الكتابات . ( World Bank, 1997a ) ( Mobius, 1996 ) ( Margaret M . price, 1994 )

فقد أوضح "موبيس" أن مصطلح الأسواق الناشئة يعد حديثاً نسبياً ، وأطلق علي تلك الدول في الستينيات والسبعينيات مصطلحات أخرى مثل: الدول غير المتقدمة أو دول العالم الثالث أو دول الجنوب أو الدول النامية . وعرف السوق الناشئ بأكثر من طريقه ، فهو ناشئ : نظراً لوجود تغير ونمو في حجمه عن غيره من الأسواق ، التي مازالت نسبياً أصغر ؛ أو لانتمائه إلى دولة نامية بغض النظر عن درجة نمو السوق نفسه طالما أنه داخل دولة نامية. وبالتالي فهناك ربط بين تصنيف الدولة وفقاً لمستوى الدخل وتصنيف سوق الأوراق المالية . ويرى أن إيجاد تعريف محدد وبصفة خاصة في عالم سريع التغير يكون غير ممكن . لذلك ؛ فإن مصطلح ناشئة يعتبر مناسباً لهذه الطبيعة حيث إن كل تغير ينشأ في المستوى الاقتصادي لهذه الدول وأسواقها المالية بالإيجاب يؤدي إلى دخول أسواق جديدة في قائمة الأسواق الناشئة أو انتقالها إلى قائمة الأسواق المتقدمة (مثل حالة هونج كونج ) .

وأوضحت دراسة كل من " مار جريت " والبنك الدولي أن السمة الأساسية التي تميز تلك الأسواق هي أنها أسواق لدول أخذت في النمو أو لديها قدرة على تحقيق معدلات أعلى من النمو الاقتصادي ، ولكنها مازالت تواجه مشاكل أساسية على المستوى السياسي و الاقتصادي ومازال لديها درجات مخاطر مرتفعة داخل أسواقها . وذات أحجام صغيرة مقارنة بالأسواق العالمية.

#### ٢- خصائص الأسواق الناشئة .

أوضحت مؤسسة التمويل الدولية أن تلك الأسواق في منتصف الثمانينات كانت تعاني من خلل في هيكل أسواقها يتمثل في ضعف السيولة ، ومغلقة بصفة عامة بالنسبة للمستثمر الأجنبي ، وعدم تمتعها بأدوات مالية جيدة ومتنوعة ، بالإضافة إلى ضعف الشفافية ونقص المعلومات ، ولم تكن تلك الأسواق

تمثل أي مصدر جذب الاستثمار علي المستويين المحلي والأجنبي . ومنذ النصف الثاني من بداية الثمانينات بدأت معظم هذه الدول تبني برامج للإصلاح الاقتصادي والتحرير المالي والخصخصة ، وتنمية أسواقها المالية . ( IFC,1996 )

وهناك الكثير من الكتابات التي أوضحت طبيعة وخصائص تلك الأسواق المالية الناشئة من حيث : حجمها - ودرجة سيولتها ومدى قوة البنية الأساسية لها ومقدار تطورها ودرجة المخاطر المصاحبة للاستثمار في تلك الأسواق . ومن أهم الخصائص التي أجمعت عليها الدراسات ما يلي :-

#### أ- حجم أسواق المال الناشئة :

أن حجم الأسواق - مقاسا بالقيمة السوقية للأسهم المفيدة (Capitalization) - يتصف بالصغر مقارنة بالأسواق المتقدمة فعلى سبيل المثال يمثل حجم السوق الياباني في عام ١٩٩٦ حوالي (١٥%) ويمثل السوق الأمريكي حوالي (٤١,٥%) من رأس المال السوقي العالمي ، بينما تمثل الأسواق الناشئة مجتمعة (١١%) لنفس العام وهو أكثر الأعوام انتعاشا لهذه الأسواق .

بالرغم من صغر حجم رؤوس الأموال في هذه الأسواق إلا أن معدل نموها يعد أسرع بكثير من معدل نموه في الأسواق المتقدمة ، وقد وُصف في بعض الكتابات (Mobius 1996) بأنه ينمو بسرعة الصاروخ - فقد نما رأس المال السوقي لتلك الأسواق خلال الفترة من (١٩٨٠ - ١٩٩٥) في ٢٤ سوقاً ناشئاً بحوالي ١٢٣٧% بينما كان معدلها في أكثر الأسواق المتقدمة تنظيماً وهي (اليابان - الولايات المتحدة الأمريكية - المملكة المتحدة) حوالي ٤٨٧% خلال نفس الفترة . وبصفة عامة فقد قفز نصيب رأس المال السوقي للأسواق الناشئة من إجمالي رأس المال السوقي العالمي من (١٤٦) بليون دولار في عام ١٩٨٤ بما يمثل (٤%) من رأس المال السوقي العالمي ، إلى (١٩٠٨) بليون دولار في عام ١٩٩٨ أي بما يمثل (٧%) من إجمالي رأس المال السوقي العالمي ، في حين بلغت أعلى نسبة لذلك في عامي ١٩٩٦، ١٩٩٤ حيث بلغت حوالي: (١٤%) ، (١٢%) علي التوالي . وانخفاض النصيب النسبي هذا يعود في الجانب الأكبر منه الي الأزمات التي مرت بها تلك الأسواق والتي سوف نناقشها فيما بعد (IFC,1999) .

ويُقاس حجم السوق بالإضافة إلى رأس المال السوقي للأسهم المقيدة بعدد الشركات المسجلة في تلك الأسواق . فقد نما عدد الشركات المسجلة وأصبح حوالي (٤٧%) من إجمالي الشركات المقيدة في العالم . إلا أن كافة الدراسات أكدت أنه علي الرغم من كبر الوزن النسبي لعدد الشركات المقيدة في الأسواق المالية الناشئة ، فإن متوسط حجم الشركات صغير مقارنة بالأسواق المتقدمة ، فهو في المتوسط ١١٠,٣ مليون دولار للأسواق الناشئة في عام ١٩٩٧ بينما يبلغ متوسط حجم الشركة في الأسواق المتقدمة (IFC ,1998) ١٠٣٢,٨ مليون دولار .

#### ب- درجة سيولة الأسواق الناشئة

تتصف الأسواق الناشئة في الكتابات السابقة بأنها أسواق ذات درجة سيولة منخفضة ، وتقاس درجة سيولة السوق بأكثر من مؤشر (Levine,Ross,&Sara,Z.1995) وتتمثل في :

**قيمة التداول** : بالرغم من نمو قيمة التداول في الأسواق الناشئة ، التي ارتفعت منذ بداية التسعينيات من: ٨٩٩ مليار دولار في ١٩٩٠ إلى: ١,٩ تريليون دولار ١٩٩٨ إلا أن نصيب تلك الأسواق من إجمالي التداول لا يمثل سوى: ( ٨,٤%) بينما تمثل الأسواق المتقدمة حوالي: (٩١,٦%) من إجمالي قيمة التداول .

**معدل الدوران** : ويقاس بقسمة إجمالي قيمة التداول على رأس المال السوقي ، وتتباين هذه النسبة من سوق إلى آخر حسب درجة نشاط السوق . وهناك بعض الأسواق الناشئة التي يفوق فيها معدل الدوران الدول المتقدمة ، فعلى سبيل المثال يصل معدل الدوران في تايوان إلي ٤٦٢% وفي الصين: ٢٣٠% وفي كوريا ١٨٨,٤% في ١٩٩٧ بينما يصل معدل الدوران في الولايات المتحدة الأمريكية إلي: ١٠٣,٢% وفي اليابان: ٤٧,٢% وفي المملكة المتحدة : ٤٤,٤% وذلك نظراً لصغر حجم رؤوس أموال تلك الأسواق بالنسبة لقيمة التداول .

**تركز السوق** : ويقاس بنصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي أو قيمة التداول ، وتتصف الأسواق المالية الناشئة ، بارتفاع درجة التركيز بصفة عامة وإن كانت تختلف من إقليم إلى آخر

فجد أن النسبة تعد مرتفعة في إقليم أمريكا اللاتينية إذ تبلغ في المتوسط : ( ٤٧,٢ % ) من إجمالي رأس المال السوقي ، أما في شرق آسيا فتتخف تلك النسبة لتبلغ : ( ٣٢ % ) وتبلغ في جنوب آسيا حوالي : ( ٤٣,٢ % ) و في منطقة شرق أوروبا وفي الشرق الأوسط : ( ٨٢,٤ % ) ( IFC,1998 ) أما الوجه المقابل في الدول المتقدمة فإن النسبة تكون أقل من ( ١٣ % ) ( Mobius,1996 ) في عام ١٩٩٥ .

### ج - مدي قوة البنية الأساسية للأسواق المالية الناشئة :-

يقصد بالبنية الأساسية للأسواق المالية ؛ النظم والمؤسسات التي تسهل عملية التداول ، وتسويتها وحفظها ، وتحديد الأسعار الاستكشافية بطريقة صحيحة . هذا بالإضافة إلى الأطر والنظم والإجراءات الرقابية التي تحكم تلك الأسواق . وأكدت كثير من الدراسات ومن أهمها ، ( World Bank,1997a ) ( Iosco,1998 ) .

أنه بالرغم من التطور الذي شهدت الأسواق الناشئة خلال عقد التسعينات ، إلا أنه مازال في مرحلة النمو ومازال المستثمر يتعرض لمخاطر كثيرة لضعف البنية الأساسية ومنها :

**مخاطر تكلفة التسوية والمقاصة :** هي المخاطر التي يتعرض لها المستثمر نتيجة لأخطاء في تسوية عملية المدفوعات ؛ إذ مازالت الأخطاء التسوية وتأخيرها مرتفعة في الأسواق الناشئة ، وهذا يخفض من سيولة السوق ويزيد من مخاطره .

**المخاطر القانونية وتسجيل الأوراق المالية وحفظها :** من أهم المخاطر التي يقابلها المستثمر في الأسواق المالية الناشئة ، عدم التسجيل القانوني لملكية الأوراق المالية وحفظها ، وعدم القدرة علي إثبات الملكية ، كما يعد اللجوء إلى القضاء في تلك الأسواق أمراً مكلفاً وذا أجل طويل . هذا بالإضافة إلى عدم وجود تعريف واضح لحقوق الملكية وحمايتها وبصفة خاصة حقوق صغار المساهمين ، وتنتشر هذه الظواهر بشدة في أسواق أوروبا الشرقية ، نظراً لأن مفهوم الملكية الخاص يُعد مفهوماً جديداً علي هذه الأسواق .

**مخاطر المعلومات والإجراءات التنظيمية ،** تعاني معظم الأسواق الصاعدة من عدم الشفافية ، ونقص المعلومات ، الخاصة بطبيعة السوق والشركات المتداولة ، ويعود هذا الضعف الشديد في نظم المعلومات في الأسواق الصاعدة إلى عدم تطبيق نظم المحاسبة والمراجعة وفقاً للمعايير الدولية . تتصف القواعد المنظمة لعمليات الإفصاح والشفافية في تلك الدول بالضعف في الكم والنوع وعدم إلزام الشركات بتقديم التقارير الدورية لها . وهذا ما يؤدي بدوره إلى ارتفاع تكلفة الحصول علي معلومات ، وبالتالي ارتفاع تكلفة التعامل وما يتبع ذلك من انخفاض مستوى سيولة السوق (IOSCO,1992a, 1992b).

تعد كل من الأرجنتين وشيلي وتايلاند وكوريا وماليزيا من أكثر الأسواق الناشئة نمواً وفقاً للمؤشر الرئيسي المركب الذي أعده البنك الدولي من ثلاث مؤشرات فرعية : فالمؤشر الأول قائم علي أوزان نسبية لمتوسط خصائص السوق من حيث الحجم ودرجة تركزه ودرجة التقلب ، نسبة إلى الأسواق الصناعية المتقدمة و المؤشر الثاني قائم علي قياس درجة كفاءة عملية التسوية والمقاصة . المؤشر الثالث قائم علي نوعية التقارير المالية وحماية حقوق المستثمر ودرجة انفتاح السوق .

### ثانياً طفرة تدفقات رأس المال إلى الأسواق الناشئة خلال الفترة من ( ١٩٩٠-١٩٩٦ ) :-

شهدت أسواق المال الناشئة ، في بداية التسعينات طفرة من تدفقات رؤوس الأموال الخاصة . بلغت حوالي ٢٦٥ بليون دولار أمريكي أي حوالي ستة أضعاف ما كانت عليه في بداية عقد التسعينات، وحوالي أربعة أضعاف طفرة القروض البنكية خلال الفترة من ١٩٧٨-١٩٨٢ ، وقد دفعت هذه الطفرة الكثير من الباحثين والمؤسسات الدولية إلى التعرف علي طبيعتها ومكوناتها ، وتوزيعها الجغرافي وأهم الأشكال المختلفة للاستثمار الأجنبي في محفظة الأوراق المالية .

### ١ - طبيعة التدفقات الرأسمالية :-

اهتمت الدراسات التالية ( Chuhan punam , Classens Stijn, and Nlandu Mamingi,1993 ) ( IFC,1996,98 ) ( UN,1997 ) ( IMF,1995,96 ) بطبيعة تدفقات رؤوس الأموال من حيث مكوناتها ومدى اختلافها عن

التدفقات في المرحلة السابقة ، وتوزيعها الجغرافي و أكدت كافة الدراسات أن مكونات تلك الطفرة من التدفقات اختلفت اختلافاً كبيراً عن فترة التدفقات في الثمانينات. وتمثلت أهم نقاط الاختلاف في:-

- انخفاض نصيب التدفقات الرسمية من إجمالي التدفقات ، فبعد أن كان يمثل حوالي ٥٧% من إجمالي التدفقات إلى الأسواق الناشئة ، بلغ حوالي ( ٩,٩ %) فقط في عام ١٩٩٦ بينما ارتفع نصيب التدفقات الخاصة من ( ٣٤ %) في عام ١٩٩٠ إلى (٩٠%) من عام ١٩٩٦ .

- ارتفعت الأهمية النسبة للتدفقات من رؤوس الأموال الخاصة في اقتصاديات الأسواق الناشئة من ٤,١% من إجمالي الاستثمار عام ١٩٩٠ الى ٢٠% في عام ١٩٩٦ .

- اختلفت مكونات تلك التدفقات الخاصة فانخفضت الأهمية النسبية للقروض من البنوك التجارية بعد أن كانت تمثل النصيب الأكبر من إجمالي التدفقات في حقبة الثمانينات من حوالي (٦٥%) إلي ( ١٢ %) خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٦ في المتوسط . بينما ارتفعت الأهمية النسبية للاستثمار المباشر من التدفقات ، فبعد أن كان يمثل في المتوسط خلال الثمانينات حوالي (١٦,٨%) ارتفع نصيبه الي (٥٠,٣%) خلال الفترة من ( ١٩٩٠ - ١٩٩٦ ) .

- زاد النصيب النسبي لتدفقات محفظة الأوراق المالية زيادة ملحوظة ، حيث ارتفعت من (٣,٠%) في المتوسط خلال فترة الثمانينات إلى حوالي ( ٣٨ %) من إجمالي التدفقات الخاصة خلال الفترة من ( ١٩٩٠ - ١٩٩٦ ) وارتفع النصيب النسبي لمكونات المحفظة من كافة صورها سواء كانت أسهم أو سندات ، فارتفعت التدفقات في الأسهم من ( ٢,٨ ) بليون دولار في ١٩٩٠ إلى ٤٩,٢ بليون دولار في ١٩٩٦ والتمويل عن طريق السندات من (١,٢) مليون دولار في ١٩٩٠ إلى (٦٢,٤) مليار في عام ١٩٩٦ .

اختلفت أيضا طبيعة تلك التدفقات من حيث المتلقي بعيدا عن الحكومات ، إلى القطاع الخاص فمثلت الأموال المقترضة من إجمالي التدفقات من قبل القطاع العام ، أقل من خمس تلك التدفقات ولذلك فالنسبة الكبرى منها تتجه إلى القطاع الخاص .

## ٢-التوزيع الجغرافي للتدفقات:

أوضحت الدراسات السابقة ، أن هناك تركزا في تلك التدفقات في منطقتي آسيا وأمريكا اللاتينية . حيث فاز نصيب إقليم شرق وجنوب آسيا بنصيب الأسد من إجمالي التدفقات خلال الفترة من ١٩٩٠-١٩٩٦ اذ بلغ حوالي (٤٦,٥%) في المتوسط من صافي التدفقات ، أما نصيب أمريكا اللاتينية فكان حوالي (٣٢,٦%) وحوالي (١٩%) إلى إقليم وسط آسيا وأوربا ، و كان نصيب إقليم الشرق الأوسط وإفريقيا ضئيلا حيث لم يمثل سوى (١,٦%).

كما أوضحت الدراسات أيضاً التركيز علي مستوى الدول وليس الأقاليم فقط : فقد كانت التدفقات موجهة إلي المكسيك والبرازيل والأرجنتين بنسبة أكبر من باقي دول إقليم أمريكا اللاتينية. وماليزيا وإندونيسيا وتايلاند والصين وكوريا بالنسبة لإقليم آسيا. وقد أوضح ( Taylor, P. And Lucio Sarno , 1997 ) أن هناك علاقة سببية بين التدفقات من إقليم إلي آخر بمعنى أن خروج التدفقات من إقليم يسبب زيادة التدفقات في إقليم آخر. وهو ما حدث بالفعل بعد حدوث أزمة المكسيك وتوجه هذه التدفقات إلي إقليم آسيا وبالتالي فهذه الأقاليم تتنافس فيما بينها لجذب المزيد من الاستثمارات.

## ٣- الأشكال المختلفة للاستثمار الأجنبي في محفظة الأوراق المالية في أسواق المال الناشئة :-

أدي التحول الكبير في مكونات تدفقات رؤوس الأموال الخاصة وارتفاع النصيب النسبي للاستثمار في الحافظة - (كما سبق أن أوضحنا) - إلي توجه الكثير من الدراسات إلي تحديد الأشكال المختلفة لتلك التدفقات ومميزاتها وعيوبها بالنسبة للأسواق الناشئة ، وفيما يلي عرض لهذه الأشكال :-

### أ-الاستثمار المباشر في بورصات الأوراق المالية للأسواق الناشئة :

يقصد بذلك النوع ، التعامل المباشر للأجانب بالشراء والبيع في بورصات الأوراق المالية الناشئة ، وقد ارتفع ذلك النوع من (٣,١) بليون دولار ١٩٩٠ إلي ٣٤ بليون في ١٩٩٣ ثم انخفض إلي ١٤,٢ بليون دولار و٢٣ بليون في عامي ١٩٩٤ و ١٩٩٥ على التوالي ويرجع هذا الانخفاض إلي أزمة المكسيك (World Bank, 1997a) .

وأوضحت كثير من الدراسات (Beakert, 1995) (Levin, Ross, & Sara, Z. 1996) (World Bank, 1997a) (Chwhan, P. 1994) (Griffith- Jones, 1996) (IFC, 1996) أن هذا النوع من الاستثمار في محفظة الأوراق المالية له مجموعة من الإيجابيات بالنسبة للأسواق الناشئة ولكن يقابلها بعض السلبيات التي يكون لها آثار عكسية علي البلد المتلقي لهذا النوع.

### تتمثل أهم هذه الإيجابيات في:-

- المساهمة مباشرة في تمويل الشركات المحلية في السوق الأولي . هذا بالإضافة إلي الأثر غير المباشر الذي يحدث عن طريق زيادة درجة السيولة في السوق الثانوي ، وبالتالي ارتفاع أسعار الأسهم وانخفاض تكلفة الحصول علي رأس المال مما يشجع الشركات المحلية علي المزيد من الإصدارات .

- يؤدي الاستثمار الأجنبي المباشر في البورصات المحلية للأسواق الناشئة ، إلي رفع درجة نمو هذه الأسواق نتيجة طلب المستثمر الأجنبي لمستوى متقدم من القواعد والإجراءات التنظيمية للتعامل ونظم المعلومات والإفصاح الجيد ، وتوافر مستوى متقدم من الخدمات التي تساعد علي التداول ، مثل شركات السمسرة والحفظ والإيداع والتسوية والمقاصة .

في مقابل تلك الإيجابيات أكدت الدراسات علي المخاطر المصاحبة لهذا النوع من التدفقات ، نظراً لكونه من أشد الأنواع تقلباً ، فضعف ثقة المستثمر في الاقتصاد ونتيجة لتغيرات سعر الفائدة أو سعر الصرف مما يؤدي إلي تسيل الأوراق المالية بسرعة ، والارتداد العكسي لهذه التدفقات ، ويزيد من حدة هذه التقلبات تبعية المستثمر المحلي للأجانب في ظل عدم توافق المعلومات ، وبصفة خاصة إذا كانت تلك التدفقات من قبل مستثمرين أفراد وليس مؤسسين ، نظراً لأن المستثمرين المؤسسين يكونون أكثر استقراراً من الأفراد ، وهو ما يؤثر بالسلب علي أسعار الأصول المحلية بالإضافة إلي الآثار السيئة علي الأداء الماكرو اقتصادي .

### ب-الإصدارات العالمية من الأسهم والسندات

ارتفعت قيمة الإصدارات العالمية من الأسهم والسندات كما سبق أن أوضحنا وتتمثل أهم هذه الأنواع في شهادات الإيداع الدولية (GDRs) أو الأمريكية (ADRs) أو شهادات الإيداع الأوروبية (EDRs) . وتتمثل الفكرة الأساسية وراء إصدارات تلك الشهادات في إصدار الشركات أسهم لها في الأسواق العالمية وبصفة عامة في حالة GDRs أو الأمريكية في حالة ADRs أو الأوروبية في حالة EDRs ، بالإضافة الي أسواقها المحلية . حيث تودع هذه الشهادات لدي بنك إيداع في البلد التي سوف تتداول فيها ويتم تحديد سعرها وفقاً للسعر في السوق المحلي . أوضحت الدراسات السابقة مميزات هذا النوع من الإصدارات بالنسبة للشركة المصدرة وبالنسبة للمستثمر الأجنبي .

فمن وجهة نظر المستثمر الأجنبي فإن شهادات الإيداع تُخفض من تكلفة التداول وتكلفة الحصول علي المعلومات ، نظراً لأن البنك المودع لديه تلك الإيصالات هو الذي يقوم بالبحث والتعرف علي طبيعة الشركات المصدرة ، والحصول علي التقارير الدورية لها ، بالإضافة إلي تخفيض مخاطر سعر الصرف التي يمكن أن يواجهها في السوق المحلي .

أما بالنسبة للشركة المصدرة فهي تتيح لها فرص الحصول علي التمويل الأجنبي في حالة عدم رغبة الأجانب في الاستثمار المباشر في الأسواق المحلية لهذه الشركات . وأيضاً تُتيح رفع المستوى المحاسبي والإفصاح للشركات حتى تتماشى مع المتطلبات العالمية لتسجيلها في الخارج .

وقد ارتفعت الإصدارات العالمية من ADRs , GDRs خلال الفترة من (١٩٩٠-١٩٩٦) بمعدل نمو في المتوسط حوالي ٣٠% وبنهاية عام ١٩٩٥ مثلت تلك الإصدارات ٦% من إجمالي القيمة السوقية لأسهم الأسواق الناشئة في مؤشر IFC الاستثماري. وتمثلت أهم الدراسات التي تناولت هذه الأدوات في :

(IFC, 1998,1996) (Glen, and Brian,1994) (World Bank, 1997). (Mobiuse, 1996)

(Frankel. J,1997) (Margreat , P.1994))

كما ارتفعت أيضاً قيمة الإصدارات من السندات في الأسواق العالمية ، وأصبحت مصدراً هاماً لتمويل الشركات والحكومات . ويمثل التمويل بالسندات أداة أفضل من التمويل عن طريق الاقتراض من البنوك نظراً لطول أجل هذه الإصدارات ، وتعدد آجالها ، وبناء علي ذلك أزداد اهتمام المؤسسات المالية الدولية بتقييم الجدارة الائتمانية لتلك الأسواق سواء أكانت ممثلة في شركات أو حكومات لتيسير عملية الإصدار .

هذا بالإضافة إلى إصدارات من أنواع أخرى تعد خليطاً من الأسهم والسندات ، مثل: السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، وفي هذا النوع من الأوراق المالية يكون للمستثمر الحق في تحويل السندات إلى أسهم عند وصول الأسهم إلى سعر محدد ، أو السندات المصاحبة لحق الشراء للأسهم وفي هذه الحالة يكون للمستثمر حق شراء أسهم الشركة التي يحمل السند الخاص بها في حالة وصوله إلى سعر محدد دون تحويل كافة السندات إلى أسهم كما في الحالة السابقة. ومثلت تلك الأنواع الحديثة حوالي ٩٣% من الإصدارات الخاصة بالأسواق الناشئة (Julian, W. 1997) (UN, 1997)

ويمثل هذه النوع ابسط أنواع المشتقات التي تتعامل بها الأسواق الناشئة ، سواء في بورصاتها المحلية أو في إصداراتها الدولية. و تعرف المشتقات بأنها أدوات استثمارية جديدة مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية هي الأسهم والسندات ، وتعتمد في قيمتها على أسعار تلك الأدوات .

وتضم المشتقات مجموعة من العقود المالية التي تتنوع وفقاً لطبيعتها ، ومخاطرها ، وأجالها ، ودرجة تعقيدها ، وتمثل أهم أنواع المشتقات في عقود الخيار والعقود المستقبلية، وهي أدوات مستحدثة علي الأسواق الناشئة لتغطية مخاطر تغير الأسعار؛ ولكن التعامل فيها مازال محدوداً ، في بعض الأسواق الناشئة وغير موجود في بعضها الآخر (IMF, 1996, 1997) (Garber, Peter, 1996) (Azzam .H. ,1996)

### ج-صناديق الاستثمار الدولية

تعد صناديق الاستثمار الدولية ، وعاءً مالياً لتجميع الأموال من المستثمرين ، وتنشئ خارج البلد الأم للاستثمار في الأسهم المحلية ، وهذه الصناديق من الممكن أن تكون دولية أو قطرية. وهناك أنواع مختلفة من تلك الصناديق مثل : الصناديق ذات النهاية المفتوحة ، وهي التي يسمح فيها بتغير قيمة رأس مال الصندوق حسب طلب الأفراد علي الاستثمار فيها . و الصناديق المغلقة وهي التي لا يسمح بتغير رأس المال فيها عن حجم الإصدار الأول .

وقد ظهرت أنواع من الصناديق أكثر تخصصاً مثل ، صناديق تحويل الدين إلى أسهم Debt- equity Conversion fund وساعد ذلك كثيراً من دول أمريكا اللاتينية ذات المديونيات الخاصة المرتفعة إلى تحويل ديونهم إلى أسهم محلية وإلى الصناديق الخاصة والمتخصصة (IFC,1996) .

وقد ارتفع عدد صناديق الاستثمار الدولية للأسواق الناشئة خلال الفترة من (١٩٨٦ – ١٩٩٦) من ٢٨ إلى ١٤٣٥ صندوقاً وارتفعت قيمة أصولها من ٤ بليون دولار إلى ١٣٥ بليون دولار مثلت الصناديق الآسيوية ٤٨% من إجمالي صافي الأصول .

كما أوضحت الكتابات المختلفة (IFC, 1996) ، (Chuhan P.&Classens, 1993) . (UN, 1997) ) مزايا عديدة لتلك الصناديق لكل من: الشركات والمستثمرين والدولة المنشئة للصندوق ، حيث تتيح للشركات المحلية دخول الأسواق العالمية والحصول علي التمويل اللازم لها ، ويتيح للمستثمر حق تنويع المحفظة الاستثمارية الخاصة به ، وإدارة محفظة من قبل مديرين متخصصين ، وبالتالي انخفاض تكلفة التعامل بالنسبة له. أما بالنسبة للبلد المصدر للصندوق فإدارة هذا الصندوق يتطلب مستوى مرتفعاً من البيانات والتقارير الدولية واتباع قواعد المراجعة والمحاسبة العالمية مما يؤدي إلى نمو تلك الإجراءات في الدولة المصدرة.

### د-صناديق رأس المال المخاطر .

يقدم المستثمر الأجنبي التمويل والمساعدات الفنية والإدارية للشركات غير المسجلة في البورصات المحلية أو ذات درجات المخاطر المرتفعة ، بشرط وجود احتمالات قوية للنمو والربحية لتلك الشركات، ولذلك يقدم الصندوق التمويل بهدف المشاركة في تلك الأرباح المستقبلية ، وبصفة خاصة المكاسب الرأسمالية عند طرح تلك الشركات في أسواق المال المحلية أو العالمية .

وهناك مراحل متعددة لدخول الصناديق الشركات سواء في مرحلة الإنشاء الأولي ، أو أثناء عملية التشغيل ، أو لتمويل عمليات البحوث والتطوير داخل الشركات ، وقد أوضحت الدراسات مميزات هذا النوع من الاستثمار في محفظة الأوراق المالية حيث أنه أقل الأنواع تقلباً وهو أقرب إلى الاستثمار المباشر من حيث درجة استقراره وطول أجل الاستثمار فيه (Sahlman , A. 1990) (Barry, et.al, 1990) .

### ثالثا : الأسباب التي أدت إلى طفرة التدفقات في بداية التسعينات :

هناك جدل كبير بين الاقتصاديين حول طبيعة الطفرة في تدفقات رؤوس الأموال إلي الأسواق المالية الناشئة في بداية التسعينات ، وما إذا كانت ظاهرة مؤقتة نتجت - في جانب كبير منها - لتغير في العوامل الدورية في الاقتصاد العالمي . أم هي نتيجة لتغيرات هيكلية طويلة الأجل . لذلك تركز الجدل حول الأهمية النسبية لعوامل الدفع (العوامل الخاصة بالاقتصاد العالمي ) وعوامل الجذب ( العوامل الخاصة بالأسواق الناشئة ) . وفي تفسير تلك الطفرة . نعرض فيما يلي لأهم الدراسات التي عكست هذا الجدل .

من أهم هذه الدراسات التي أعطت أهمية نسبية لعوامل الدفع دراسة ( Calvo, Guillermo and Reinhart, 1993 ) وقد قاما من خلال الدراسة باختبار تأثير هذه العوامل على التدفقات الرأسمالية الخاصة إلي عشر من دول أمريكا اللاتينية خلال الفترة من ١٩٨٨ إلي يوليو ١٩٩١ . وخلصت الدراسة إلي أن السبب الرئيسي لها يتمثل في عوامل الدورة الاقتصادية للسوق العالمي ، وبصفة خاصة انخفاض سعر الفائدة الأمريكي ، والكساد في الولايات المتحدة الأمريكية والدول الصناعية . وتمثلت المنهجية التي استخدمها في أسلوب تحليل المكونات الرئيسية (Principal component analysis) واعتمدا علي بيانات الاحتياطي العالمي وسعر الصرف الحقيقي كمؤشر علي تدفقات رؤوس الأموال . كما خلاصا إلي أن هناك تزامنا معنويا لحركة التدفقات بين الدول في الفترة من (١٩٩٠ - ١٩٩١) مقارنة بالفترة (١٩٨٨ - ١٩٨٩) .

أما دراسة ( Fernandez-Arias.E.1996 ) والتي انتقد فيها دراسة ( Chuhan , Claessens , and Mamingi , 1993 ) بإعطائهما وزنا كبيرا للعوامل الداخلية الخاصة بالأسواق الناشئة في جذب تلك التدفقات ، حيث اعتبروا أن التحسن في الجدارة الائتمانية لتلك الدول العامل الأساسي وراء جذب تلك التدفقات .

لذلك قام "فريناديز أريز " في دراسته بتحليل أسباب التحسن في الجدارة الائتمانية، والتي يعود جزء منها إلي الانخفاض في سعر الفائدة العالمي ، وجزء آخر جاء نتيجة تحسن البيئة الاقتصادية المحلية لتلك الدول وخلص إلي أن ٨٦% من الزيادة في التدفقات في محفظة الأوراق المالية في المتوسط للأسواق الناشئة خلال الفترة من ١٩٨٩-١٩٩٣ كان نتيجة انخفاض أسعار الفائدة العالمية . وهي نفس النتيجة التي توصل لها ( Frankel & Rose, 1996 ) في تحليلهما لمحددات تدفقات محفظة الأوراق المالية في عشر من دول أمريكا اللاتينية و لبعض دول شرق آسيا باستخدام بيانات ربع سنوية للفترة من ١٩٨٧-١٩٩٤ .

أما الدراسات التي اهتمت بدراسة التغيرات في اقتصاديات الأسواق الناشئة ، وبأثرها علي التدفقات، فقد كان من أهمها ( Chuhan,P., claessens and Mamingi, 1993 ) فقد عنوا باستخدام تحليل السلاسل الزمنية خلال الفترة من (١٩٨٨-١٩٩٢) وخلصوا إلي أن التحسن في المتغيرات الاقتصادية الأساسية مثل التقييم الائتماني للدول- أسعار السندات في السوق الثانوي - ومعدل السعر للعائد (P/E Ratio ) للأسهم المحلية علي درجة من الأهمية مثلها مثل العوامل الدورية العالمية في جذب تدفقات المحفظة إلي دول أمريكا اللاتينية .

بينما مثلت العوامل الداخلية أهمية كبرى حوالي ثلاثة أضعاف الأهمية النسبية للعوامل العالمية في حالة الدول الآسيوية .

وفي دراسة (UNCTAD 1997) لتحديد العوامل التي تعد أكثر أهمية في اتخاذ القرار بالاستثمار في الأسواق الناشئة ، أوضحت الدراسة أهمية معدل النمو الاقتصادي الحالي والمتوقع - درجة تقلب سعر الصرف ، ومدى الاستقرار السياسي ، حجم سوق المال وسيولته في تلك الأسواق ، فالأسواق ذات الحجم الكبير ، والأكثر سيولة تمثل مصدر جذب . كما أظهرت الدراسة أيضاً أهمية درجة التحرير المالي للدولة والقيود المفروضة علي دخول وخروج رؤوس الأموال . هذا بالإضافة إلي أهمية مستوي الإفصاح والشفافية للشركات المحلية في تلك الأسواق .

أما دراسة (Goopu,S. 1993) فقد اهتمت بتحديد ما إذا كانت التدفقات إلي إقليم ما في الأسواق الناشئة مرتبطة بالتدفقات المتجهة إلي إقليم آخر . ومن خلال استخدام نموذج قياسي . خلصت الدراسة إلي أن هناك علاقة عكسية بين التدفقات المتجهة إلي إقليم شرق آسيا وتلك المتجهة إلي دول أمريكا اللاتينية .

وأوضح بذلك إلي أن الأسواق الناشئة يجب أن تتنافس في جذب المزيد من التدفقات عن طريق المزيد من الإصلاح الهيكلي لاقتصادياتها حتى تضمن استمرار تلك التدفقات.

وهناك مجموعة من الدراسات، اهتمت بمدى حساسية الأنواع المختلفة للتدفقات بالنسبة إلي عوامل الدفع والجذب . فقد أوضحت دراسة (Hernandez and Rudolph, 1995) أن الاستثمار الأجنبي المباشر أكثر حساسية للعوامل الداخلية ومستوى الأداء الاقتصادي ، أما التدفقات من الأنواع الأكثر سيولة مثل الاستثمار في محفظة الأوراق المالية فارتفعت الأهمية النسبية لها نتيجة لانخفاض أسعار الفائدة العالمية مما أدى إلي جذب الكثير منها إلي الأسواق الناشئة خلال الفترة من ١٩٩٠-١٩٩٣ . واستخدم في ذلك نموذج انحدار متعدد باستخدام سلاسل زمنية ومقطع عرضي لمجموعة من الأسواق الناشئة ، وتمثل المتغير التابع في التدفقات الرأسمالية كنسبة من الناتج القومي الإجمالي أما المتغيرات المستقلة فتمثلت في نسبة الاستثمار إلي الناتج القومي الإجمالي ، نسبة الاستهلاك إلي الناتج القومي الإجمالي، إجمالي الدين الخارجي ، التقلبات في سعر الصرف الحقيقي ، معدل نمو الصادرات ، العائد علي سندات الخزنة الأمريكية خلال الفترة من من ١٩٩٠-١٩٩٣

و ناقشت دراسة (Taylor and Sarno, 1997) تأثير عوامل الدفع والجذب علي تدفقات الاستثمار في الأسهم والسندات وأوضحت أن الأهمية النسبية لعوامل الدفع والجذب كانت متساوية تماماً في حالة الاستثمار في الأسهم ، أما السندات فكانت عوامل الدفع أكثر أهمية ، وبصفة خاصة التغيرات في سعر الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية .

هناك مجموعة أخرى من الدراسات اهتمت باختبار أثر فكرة التنويع في محفظة الاستثمار في تلك الدول وما يصاحبه من تخفيض لمخاطر الاستثمار ورفع معدل العائد ومنها دراسة (Harvey, 1993) (Divecha, Drach and Stefak, 1992).

وقد أوضحت الدراسات أن انخفاض درجة الارتباط بين عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة والأسواق المتقدمة يؤدي إلي الحد من درجة مخاطر الاستثمار في المحفظة بالأسواق الناشئة، وأن محافظ الاستثمار في الأسواق الناشئة تحقق عائداً أكبر من تلك المحفظة التي تعتمد أساساً علي الأوراق المالية في الأسواق المتقدمة .

أما الدراسات التي اهتمت بالأهمية النسبية لإزالة القيود علي الاستثمار ودرجة التحرير الرأسمالي سواء في الدول المتقدمة أو الناشئة ، فتمثلت في دراسة (Claessens and Rhee , 1994) التي أوضحت أن إزالة العوائق في الدول الصناعية والناشئة علي المساهمة الأجنبية في أسواق الأوراق المالية في الدول الناشئة وحرية دخول وخروج رؤس الأموال مثلت عاملاً هاماً في طفرة التدفقات .

أما دراسة (Bekeart, 1995) فأوضح أنه بالإضافة إلي العوائق المباشرة ، مثل القيود علي حركة دخول وخروج رأس المال وغيرها ، هناك عوائق أخرى غير مباشرة في الأسواق الناشئة لا بد من العمل علي إزالتها لأنها تمثل أهمية كبرى في التأثير علي التدفقات مثل: ضعف الجدارة الائتمانية وضعف الأطر القانونية والتنظيمية في أسواق الأوراق المالية في تلك الدول و صغر حجم الشركات المتداول اسمها في الأسواق الناشئة ، وهو ما أكد عليه أيضاً (Claessens and Gooptu, 1994) (Daveri, 1995) لتأثير السلبي لارتفاع تكلفة التعامل في الأسواق الناشئة وعدم وجود قواعد وقوانين تجرم عمليات التداول القائمة علي معلومات داخلية (Insider Trading) .

#### رابعاً منافع ومخاطر التدفقات الرأسمالية للأسواق الناشئة وكيفية إدارتها .

هناك كتابات كثيرة أكدت علي المنافع التي تعود علي الدول نتيجة اندماجها مع السوق العالمي . مقابل هذه المنافع تتعرض لمخاطر كثيرة وتكاليف مستقبلية نتيجة هذا الاندماج ، وتضع هذه الأسواق في تحدي لكيفية إدارة هذه التدفقات .

فقد أوضحت كافة الدراسات (Obstfeld , 1992) (UN,1997) (IFC,1996) ، أن المنافع المترتبة علي الاندماج المالي تنتج عن عاملين أساسيين وهما ؛ أن الاندماج المالي يؤدي إلي دفع عملية النمو من خلال ارتفاع مستوي الاستثمار ، وتحسين معدل العائد علي الاستثمار ، ورفع درجة كفاءة السوق نتيجة دخول

التكنولوجيا المتقدمة والخبرات الأجنبية. بالإضافة إلى انه يسمح للأفراد بتأمين أنفسهم ضد مخاطر عملية التنمية في الاقتصاديات المتقدمة عن طريق تنويع أصولهم من خلال السوق العالمي .

بالرغم من هذه المنافع إلا أن هناك مخاوف بين راسمي السياسة الاقتصادية في الدول ، التي ارتفعت فيها نسبة الاعتماد علي التدفقات الرأسمالية الخاصة ، من الآثار العكسية التي من الممكن أن تعود علي تلك الدول في حالة الارتداد المفاجئ للأموال ، وما تسببه من آثار غير مواتية علي الاقتصاد من حيث تقلب أسعار الأصول وسعر الفائدة وسعر الصرف . وفي النصف الأول من التسعينيات حدثت بعض الاتجاهات العكسية غير القوية في هذه التدفقات ، وكانت تركيا وفنزويلا والمكسيك من أوائل الدول التي تعرضت لذلك ونظراً للطبيعة المتقلبة لتلك التدفقات اهتمت كثير من الدراسات بالكيفية التي يمكن ان تدار بها هذه التدفقات من قبل الأسواق الناشئة حتى تعظم الاستفادة منها وتخفف من الآثار غير المواتية في حالة الارتداد العكسي، ومن أهم الدراسات ( Calvo, Guillermo 1996. ) ( Goldstien, M. & Michale M.1993 ) ( Dooley, Michael, 1996 ) ( Montial , 1996 ) ( Fernandiz – Arias & . Montiel Peter J,1995 )

أوضحت الدراسات السابقة أن الاندماج المالي في السوق العالمي للأسواق الناشئة يتطلب إتمام الكثير من الإجراءات المسبقة لعملية الانفتاح والاندماج . وتمثل السياسات الاقتصادية الكلية وقوتها وتهيئتها لإدارة مثل هذه التدفقات العامل الأساسي لها ، لذلك فهناك بعض الدول بدأت في اتخاذ العديد من الإجراءات ومنها العمل على إصلاح أسواقها المالية وقطاعها المصرفي نظراً لأن نسبة كبيرة من التدفقات سوف تتداول عبر هذه الأسواق . إلا أن كيفية إدارة السياسات الماكرو اقتصادية في مواجهة هذه التدفقات تمثل تحدي أساسي. وبصفة خاصة إذا كانت التدفقات بالغة الكبر بالنسبة لحجم الاقتصاد . وقد اتبعت الدول توليفة من السياسات لتحقيق مجموعة من الأهداف تساعد علي إدارة تلك التدفقات وتتمثل في

### **تخفيض التدفقات الرأسمالية إلي الدولة نتيجة التعاملات الخارجية من خلال:**

\* فرض قيود علي تدفقات رؤوس الأموال إلى الدولة ، رغم أن معظم الدول ابتعدت عن فرض قيود مباشرة علي تدفقات رؤوس الأموال ، إلا أن نسبة صغيرة من الدول استمرت في فرض قيود علي حساب رأس المال لديها ، وبعضها فرض قيوداً نوعيه جديدة علي التدفقات ، وبصفة خاصة تلك الدول التي شهدت تدفقات ضخمة مثل ( البرازيل – شيلي – ماليزيا – تايلاند ) .

\* تخفيض حجم الاقتراض الحكومي من الخارج .

\* تحرير التجارة الخارجية.

\* إزالة القيود علي خروج رؤوس الأموال . لكن هذا الإجراء أدى إلي أثر عكسي في بعض الحالات نظراً لزيادة ثقة المستثمر في هذه الدولة الأكثر تحراً في تحركات رؤوس الأموال مما أدى إلى المزيد من التدفقات .

### **تخفيض الآثار النقدية المترتبة علي تراكم الاحتياطات الدولية.**

نظراً لأن معظم الحكومات في الأسواق الناشئة تطبق نظم مداراة لسعر الصرف بطريقة رسمية ، فقد حرصت البنوك المركزية علي ضرورة التدخل لحماية العملة الوطنية والأوضاع النقدية لها بصفة عامة لذلك اتبعت كثير من الدول ما يعرف بسياسات التعقيم ، من خلال تدخل البنك المركزي ، عن طريق عمليات السوق المفتوحة لامتصاص السيولة الزائدة . أو عن طريق أساليب أخرى متمثلة في زيادة نسبة الاحتياطي القانوني المفروض علي البنوك، أو فرض قيود علي حجم الائتمان للحد من الآثار التوسعية في المعروض النقدي نتيجة عمل المضاعف النقدي.

### **تخفيض أثر التدفقات الرأسمالية علي الطلب الكلي .**

بالإضافة إلي السياسات النقدية الانكماشية حرصت كثير من الدول علي تطبيق سياسات مالية انكماشية كاستجابة لهذه التدفقات ولكن بدرجات متفاوتة ؛ ففي دول أمريكا اللاتينية اعتمدوا علي الإصلاح المالي، أما في دول شرق آسيا فان السياسات المالية الانكماشية كانت حجر الزاوية في مواجهة تلك التدفقات .

وأكدت معظم الدراسات السابقة علي أن مزيجاً من تلك السياسات يساعد علي تعظيم الاستفادة علي المدى الطويل من تلك التدفقات، وهو ما يؤثر بالإيجاب علي الجانب الحقيقي لتلك الدول. حيث نجحت كثير من الدول أثناء حقبة التدفقات في الحد من الآثار التضخمية وفي حالة الزيادة تكون معتدلة. بالرغم من الزيادة في معدلات النمو. أما الحساب الجاري لتلك الدول عامة عانى من عجز أثناء فترة التدفقات مع الأخذ في الاعتبار الاختلافات الكبيرة في حجم هذا العجز بين الدول. ولكن هل استطاعت تلك السياسات الصمود والنجاح أمام الخروج المفاجئ لتدفقات رؤوس الأموال أثناء فترة الأزمات المتتالية منذ النصف الأخير من عام ١٩٩٧ وهذا ما سوف نتعرض له في الجزء التالي.

## الجزء الثاني أسواق المال الناشئة و(فترة التدهور والأزمات)

تعرضت الأسواق المالية الناشئة لمجموعة متلاحقة من الأزمات المالية، بعد فترة انتعاش كبيرة شهدتها هذه الأسواق، مما أدى إلى تدهور شديد في التدفقات الرأسمالية، أثر بالسلب علي الأداء الاقتصادي وأسواق المال لهذه الدول. وقد أدت هذه الأزمات لتحول اهتمام الباحثين إلى التعرف علي أهم الأسباب وراء هذه الأزمات، وما إذا كانت نتيجة عوامل مؤقتة، أم نتيجة اختلالات هيكلية أضعفت من كفاءة هذه الأسواق، وعدم قدرتها علي الاندماج السريع مع النظام المالي العالمي. لذلك سوف نعرض من خلال هذا الجزء لأهم الآراء والكتابات حول الأزمات وأسبابها، سواء أكانت أسباباً متعلقة بالمستوي الماكرو اقتصادي لهذه الأسواق، أم أسباباً خاصة بطبيعة نظامها المالي، أو بأسواق الأوراق المالية بها. كما سنعرض أهم السياسات والإجراءات المقترحة من قبل الاقتصاديين، للتحوط ضد هذه الأزمات، علي المستويين الماكرو اقتصادي، و سوق المال. وأخيراً نعرض لأهم الدراسات المختلفة التي تناولت مدي القدرة علي التنبؤ بنمط تدفقات رؤوس الأموال في المرحلة المقبلة.

### أولاً تدفقات رؤوس الأموال إلي الأسواق خلال الفترة من (١٩٩٧ - إلي يونيو ٢٠٠٠)

أوضحت كافة التقارير الدولية (IMF 98a, 99, 2000) (World Bank 98,2000) أن تدفقات رؤوس الأموال الخاصة إلي الدول النامية، سجلت تغيرات حادة عن حالة الانتعاش السابقة في أوائل التسعينيات وذلك عقب أزمة شرق آسيا في النصف الأخير من عام ١٩٩٧، روسيا ١٩٩٨ والبرازيل ١٩٩٩. حيث انخفضت التدفقات إلي أسواق المال بكافة أنواعها تبعاً لذلك. وقد كانت هذه التقلبات الحادة مصحوبة بنشئت واضح في مكونات هذه التدفقات من حيث: الأقاليم والدول المتجهة إليها، والأدوات.

فقد سجلت صافي التدفقات الرأسمالية الخاصة انخفاضاً في عام ١٩٩٧ بحوالي (٦٨,٣) بليون دولار، عن عام ١٩٩٦. شهد عام ١٩٩٨ تدهوراً شديداً عقب أزمة آسيا في أواخر عام ١٩٩٧، بالإضافة إلي أزمة روسيا ١٩٩٨، حيث مثلت التدفقات الخاصة أقل معدل لها (٧٥,١) بليون دولار، واستمر الانخفاض في تلك التدفقات ملحوظاً في عام ١٩٩٩، بالنسبة إلي معدلاته المرتفعة التي كان عليها في أوائل التسعينيات، إن كان قد شهد تحسناً نسبياً حيث بلغ (٨٠) بليون دولار، وذلك نظراً للأزمة الثالثة الخاصة بعملة البرازيل.

مثل الانخفاض الحاد في القروض وتدفقات المحفظة من أسواق المال العالمية في (١٩٩٧- ١٩٩٨) النسبة الكبرى. حيث بلغت صافي القروض البنكية الخاصة قيماً سالبة، أي حدث خروج لرؤوس الأموال بمقدار (٧٠) بليون دولار في المتوسط خلال الفترة من ١٩٩٧-١٩٩٩ وكانت النسبة الكبرى من التدفقات المرتدة من نصيب دول شرق آسيا وبصفة خاصة دول الأزمة (إندونيسيا - كوريا - ماليزيا - تايلاند - الفلبين) بالإضافة إلي روسيا. واستمرت القروض أقل من معدلها الذي بلغته في ١٩٩٧ بحوالي (٥٠%) خلال عام (٢٠٠٠).

بلغت تدفقات المحفظة أقصى انخفاض لها في عام ١٩٩٨ فأصبحت حوالي ٨,٥ بليون دولار مقابل ٥٢,٥ بليون دولار في عام ١٩٩٧، ولكن سرعان ما استعادت توازنها، وارتفعت في عام ١٩٩٩ إلى ٢٣ بليون دولار، واستمر تحسنها في النصف الأول من عام ٢٠٠٠. يرجع ذلك إلى الطفرة في نمو

سوق الأسهم والإصدارات العالمية لشركات التكنولوجيا والاتصالات فتضاعف حجم الإصدارات من الأسهم أربع مرات عما كان عليه عام ١٩٩٨ .

شهد سوق السندات تحسناً في الفترة الأخيرة (١٩٩٩ - ٢٠٠٠) إلا أنه مازال أقل من المستوى الذي كان عليه في عام ١٩٩٧ بحوالي ٤٠% ، كما شهد أيضاً تغيراً في طبيعة السندات المصدرة حيث ذهبت حوالي ٦٠% من الإصدارات الجديدة عام ١٩٩٩ إلى حكومات ( إصدارات سيادية ) مقابل ٤٠% في عام ١٩٩٧ لذلك فإن الانخفاض في تدفقات رؤوس الأموال ، أثر على الأنشطة الاقتصادية لتلك الدول التي مرت بأزمات ، وبصفة خاصة الاستثمار الخاص . واستمرت الإصدارات السيادية مهيمنة خلال النصف الأول من عام (٢٠٠٠) . انخفضت بصفة عامة إصدارات السندات التي تعكس مزايا خاصة مثل السندات القابلة للتحويل إلى أسهم والسندات المصاحبة لحقوق شراء الأسهم والسندات بضمان البنوك أو القابلة للبيع من ٢٠% في عام ١٩٩٩ إلى ٧% في النصف الأول لعام ٢٠٠٠ ، نظراً لعدم رغبة المستثمرين شرائها لضعف قدرات تلك الأسواق على إدارة هذا النوع من الإصدارات (IMF, Sep, 2000)

مقابل تلك التقلبات الشديدة في تدفقات التمويل إلى أسواق المال الناشئة ( قروض بنكية - أسهم - سندات ) عكس الاستثمار الأجنبي المباشر استقراراً نسبياً . بالرغم من أن الاستثمار الأجنبي المباشر كان أقل من معدلاته في فترة الطفرة في بداية التسعينيات إلا أنه استقر عند مستويات مرتفعة ولم يعكس تقلبات شديدة نتيجة تلك الأزمات .

### التوزيع الإقليمي للتدفقات

لا يعكس التوزيع الإقليمي للتدفقات بدقة ، التمييز بين الدول التي انخفضت التدفقات لها نتيجة عوامل خاصة بجانب العرض وأحجام الأجانب عن دخول هذه الأسواق ، وتلك التي لديها قيود على طلب الأموال الأجنبية ، ولكنه يعطي بعض المؤشرات على كيفية تفاعل الجانبين العرض والطلب في تخفيض التدفقات إلى الأسواق الصاعدة خلال عام ١٩٩٨-١٩٩٩ .

فقد بلغت تلك التدفقات ذروتها إلى إقليم شرق آسيا في منتصف عام ١٩٩٧ ، ثم تبع ذلك خروج كبير للمستثمرين من الدول التي عانت من الأزمة ، حيث بلغت صافي التدفقات الخاصة عام ١٩٩٨ (٦٦) بليون دولار مقابل (١١٥) عام ١٩٩٧ . وكان هذا الإقليم صاحب النصيب الأكبر من رؤوس الأموال المرتدة في عام ١٩٩٨ . أما التحسن الذي شهده هذا الإقليم في عام ١٩٩٩ كان محدوداً ، بالرغم من تحسن معدل نمو الناتج حيث بلغ في دول الأزمة الآسيوية في المتوسط (٥,٥%) في عام ١٩٩٩ ، لكن ظل هناك قيود على الطلب من قبل تلك الدول على الأموال الأجنبية .

ظلت التدفقات الرأسمالية في تحسن بالنسبة لإقليم أمريكا اللاتينية ووسط آسيا وأوروبا ، حتى النصف الأول من عام ١٩٩٨ وان كانت أقل من معدلاتها في أوائل التسعينيات ، ثم انخفضت بشدة استجابة لأزمة روسيا وتأجيل دفع الدين ، وبالرغم من أن معدل الانخفاض في تلك الدول بدأ يتحسن في أواخر عام ١٩٩٩ إلا أن العديد من هذه الدول استمر يعاني من مصاعب الحصول على التمويل من أسواق المال العالمية وهو ما يعكس جانب العرض (World Bank ,Sep. 2000)

تأثرت أيضاً الأقاليم التي لم تشهد أزمات مثل إقليم الشرق الأوسط بهذه الأحداث ، وان لم يكن بنفس درجة تأثر الأقاليم الأخرى فانخفض صافي التدفقات إلى إقليم الشرق الأوسط بحوالي (٢٠%) في عام ١٩٩٨ مقابل عام ١٩٩٧ . وتأثرت إفريقيا بشده من تلك الأحداث وانخفض صافي التدفق بحوالي (٥٠%) عام ١٩٩٨ لكن سرعان ما استعاد نموه في العام التالي بمعدل نمو (٦٦%) .

حدث تحسن في إصدارات الدول التي لم تتأثر بالأزمة مثل ( جنوب أفريقيا - إسرائيل - مصر ) وظهرت زيادة في التمويل عن طريق سوق السندات في الشهور الست الأولى من عام ٢٠٠٠ ، وبصفة خاصة مارس ٢٠٠٠ عندما حدث تحسن في رؤية المستثمرين للأسواق الناشئة بعد نجاح كل من المكسيك وروسيا في مفاوضات تبادل الدين .

### ثانياً أسباب الازمات المالية في الأسواق الناشئة :-

إن هذه التقلبات الشديدة في تدفقات رؤوس الأموال الخاصة إلى الأسواق المالية الناشئة ، كانت بمثابة رد فعل لسلسلة من الأزمات المتلاحقة في (آسيا - روسيا - البرازيل ) وسبقتهم في ذلك المكسيك وأندرت بوقوع مثل هذه الأزمات في ١٩٩٤ . ويشير مصطلح **الأزمات المالية** هنا إلى الزيادة في درجة التقلبات

والانخفاض المستمر في أسعار الأصول التي لحقت بالكثير من الأسواق الناشئة في الحقبة الأخيرة نتيجة أزمات خاصة بأسواق المال في هذه الدول مما أثر بالسلب علي الأداء الاقتصادي لها. وسوف نعرض باختصار من خلال هذا الجزء وصفاً مختصراً للأزمات التي تعرضت لها الأسواق الناشئة خلال التسعينيات ثم نعرض بالتفصيل أهم أسبابها ، حيث تعددت الكتابات في هذا الصدد فالبعض ركز علي ضعف السياسات الماكرو اقتصادية والبعض الآخر اهتم بالاختلالات الهيكلية في أسواق المال.

## أزمة المكسيك . ١٩٩٤

شهدت المكسيك في بداية التسعينات ، فترة تحرير شملت إزالة القيود علي تدفقات رؤوس الأموال وخصخصة عدد من البنوك ، هذه الحركات التحريرية صاحبها مزيد من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إليها مثلت حوالي (٥,٣%) من GDP (World Bank , 1997) وكانت النسبة الكبرى من هذه التدفقات في شكل الاستثمار في محفظة الأوراق المالية . ونتيجة لهذه التدفقات ارتفع حجم الائتمان الممنوح من قبل البنوك للقطاع الخاص بمعدل نمو سنوي في المتوسط (٦٦%) ومنذ عام ١٩٩٣ بدأت تظهر الكثير من المخاوف حول مدي كفاءة عمليات الاقتراض من البنوك ؛ نتيجة ارتفاع نسبة الديون غير القابلة لسداد في محفظة البنوك ، وهو ما أدى إلي انخفاض حاد في معدل نمو الائتمان الممنوح للقطاع الخاص ، و صاحب هذا الانخفاض ارتفاع في سعر الفائدة ، وتخفيض شديد في قيمة عملة المكسيك ( البيزو) وكانت هذه هي الشرارة التي أدت إلي اندلاع الأزمة ، حيث أدت هذه التغيرات إلي تدهور موقف البنوك ، ووجدت الشركات المقترضة صعوبة في تسديد التزاماتها المالية وخدمة الدين ، وبصفة خاصة الديون بالعملة الأجنبية . أدت هذه الأحداث إلي خروج كثير من تدفقات رؤوس الأموال بصفة خاصة تدفقات محفظة الأوراق المالية من (٢٣) بليون دولار في ١٩٩٣ إلي صافي خروج لتلك التدفقات بحوالي (١٤) بليون دولار في ١٩٩٥ . (IMF, 1995) (World Bank ,1997a) (Sachs , Jeffrey. A. 1996)

## أزمة آسيا

حصلت دول شرق آسيا علي نصيب الأسد من إجمالي التدفقات منذ بداية التسعينات ، وشهدت طفرة في عام ١٩٩٥/١٩٩٦ نتيجة أزمة المكسيك ، وأخذت معظم هذه التدفقات شكل قروض قصيرة الأجل من خلال المؤسسات المالية والشركات ، وفي عام ١٩٩٦ ارتفعت قيمة الخصوم بالعملة الأجنبية للبنوك المحلية في الدول الآسيوية التي عانت من الأزمة من نسبة لا تذكر في بداية التسعينيات وصلت إلي حوالي ٦% من GDP في إندونيسيا ، ٩% في كوريا و ١٢% في ماليزيا ، ٢٧% في تايلاند . ونتيجة لعدم التوظيف الأمتثل لتلك الخصوم ، ومعظمها قصيرة الأجل في أصول طويلة الأجل ، أدى ذلك إلي حدوث أزمات في السيولة بالنسبة للبنوك في النصف الأخير من عام ١٩٩٧ .

بدأت تايلاند نتيجة لذلك تعويم قيمة العملة التايلاندية (البات) في يوليو ١٩٩٧ وأدى ذلك إلي اندلاع الأزمة في تايلاند ومنها إلي باقي الأسواق الآسيوية ، وبدأت البنوك الأجنبية في سحب ائتمانيها الموجه لها . وانخفض مؤشر أسعار الأسهم انخفاضاً حاداً ، بلغ في كوريا حوالي ٢٣% خلال ثلاثة أيام. وبذلك يعد عام ١٩٩٧ هو العام الأول في التسعينات الذي شهد انخفاضاً حاداً في حجم التدفقات. بالرغم من أن عام ١٩٩٤-١٩٩٥ شهد انخفاضاً نتيجة أزمة (البيزو) المكسيكية، إلا أن النتيجة - مقارنة بما حدث بعام ١٩٩٧- تعد متواضعة حيث انخفضت قيمة التدفقات بأقل من ٣% خلال عام ١٩٩٤ نظراً لأن المستثمرين أعادوا بسرعة تخصيص محافظهم الاستثمارية إلي دول شرق آسيا ووسط أوروبا ، واستعادة التدفقات نموها مرة أخرى في عام ١٩٩٥ .

وقد أدت أزمة آسيا إلي انتقال واضح وهروب لرؤوس الأموال الأجنبية إلي دول أخرى ولكن ليس بالقدر الكافي الذي يبطل الانخفاض الشديد في صافي التدفقات إلي آسيا . (Charles Adams, et. al 1998) (World Bank ,1998,1999a) (Krugman , Paul , 1998a) (Goldstein, Morris, 1998)

## الأزمة الروسية

بدأت الأزمة الروسية في أغسطس ١٩٩٨، نتيجة اتباع السلطات الروسية لسياسة تثبيت قيمة الروبل مقابل الدولار، وهو ما أدى إلي انخفاض الجدارة الائتمانية السيادية و توقف تداول الدين قصير الأجل للدولة سواء في حوزة الأجانب بالخارج أو بواسطة البنوك الروسية. ويرى البعض أن أزمة الدين الروسي جاءت نتيجة لشعور الأجانب بالتردد أو عدم التأكد عقب أزمة آسيا، وهو ما دفع الأجانب إلى مراقبة السياسات الروسية للتحوط ضد أية قرارات غير صحيحة. (World Bank, Sep. 2000) (IOSCO, 1999)

### أزمة البرازيل ١٩٩٩

لعبت الجدارة الائتمانية السيادية الدور الرئيسي في أزمة البرازيل نتيجة لعدم القدرة علي سداد الدين العام بالعملة الأجنبية، وذلك نظراً لما شهدته البرازيل من خروج كثير من التدفقات الرأسمالية، نتيجة أزمة آسيا قدرت بحوالي ١٢ بليون، ١٩ بليون في عام ١٩٩٧، ١٩٩٨. فقد نجحت البرازيل في بداية الأمر في حماية عملتها باتباع سياسة التثبيت من خلال رفع سعر الفائدة الأسمى ولكن عان الاقتصاد الحقيقي من كساد كبير نتيجة لذلك. وقامت الدولة في عام ١٩٩٩ بتعويم سعر الصرف الحقيقي مقابل الدولار وكان ذلك الحدث الخلفية الأساسية لاندلاع الأزمة.

حدثت بعض الأزمات المنفرقة في بعض الدول ولكن كان لها آثار ضعيفة مثل عدم قدرة الإكوادور علي سداد دين Brady Bond (سندات برادي) في سبتمبر ١٩٩٩، وانعكس ذلك في التأثير علي عائد السندات في الدول الأخرى ومشكلة خدمة الدين الخاص بكود دي فوار ونيجيريا في بداية عام ٢٠٠٠. (Rumen Islan May, 2000). (World Bank, 2000). (IMF, 2000)

**الجدول رقم ( ١ )**  
**أهم الأسباب الكامنة وراء حدوث الأزمات المالية في أسواق المال الناشئة**  
**وفقاً لما ورد في الكتابات المختلفة وأهم نتائجها**

**١- تحرير القطاع المالي وحساب رأس المال :-**

أهم النتائج	الدراسات
<p>إن عمليات تحرير القطاع المالي كانت مصاحبة لتحرير حساب رأس المال ، وأدى ذلك لزيادة التدفقات والاقتراض من الخارج. وأوضحت دراسة " كاميسكي ورينهارت" أن حوالي ٢٣ أزمة مصرفية حدثت خلال الفترة من ( ١٩٩٥-١٩٩٨٠ ) وأن (١٨) من هذه الأزمات كانت مصحوبة بأزمات في ميزان المدفوعات، وتسير العلاقة السببية بين هاتين الأزميتين في اتجاهين. وتعد أزمة تايلاند خير دليل على ذلك. كما أوضح "كلين واولفيا" أن فتح حسابات رأس المال يعود بمنافع طويلة الأجل على الدول الصناعية التي تتمتع بنظم مالية ناجحة ومتقدمة ولكن الدول النامية لا تتمتع بنفس المنافع ولكنها تصبح أكثر عرضة لمخاطر الأزمات، ولا تؤدي إلي زيادة حجم الاستثمار ، وارتفاع معدلات التمويل نظراً لعدم القدرة علي إدارة تلك الأموال.</p> <p>أكد (ياشينم) أن التاريخ الحديث لشرق آسيا والمكسيك وروسيا ، يوضح أن هشاشة النظم المصرفية تتفاعل بقوة مع التدفقات المالية الشديدة المتقلبة نتيجة فتح حساب رأس المال وأكدت "دراسة باشيتا وايرفان" علي ضرورة الاتجاه نحو الإصلاح ، ثم التحرير حتى يتوافر هيكل مؤسسي وسياسات اقتصادية قادرة علي مواجهة الأزمات نتيجة تحرير حساب رأس المال.</p>	<p>(Kamisky &amp; Reinhart 2000)</p> <p>(Klein,Michael &amp; Olvei 1999).</p> <p>(Yashito, M..&amp;Kenrchi O.1999.)</p> <p>(Bacchetta, P Erivan .1998)</p>

**٢-عجز ميزان الحساب الجارى**

أهم النتائج	الدراسات
<p>أوضحت دراسة "كروجمان" "وفيرمان" - باستخدام نماذج كمية في التحليل- عن العلاقة المعنوية القوية بين وجود عجز كبير في الميزان الجارى وبصفة خاصة لدول الأزمة الآسيوية وبين الأزمات الماكرو اقتصادية ، وحاولت معرفة الحدود التي يمكن أن تعتبر آمنة للعجز في الميزان الجارى ولا تؤدي إلي وجود أزمات وقدرت من خلال دراسة كروجمان بحوالي ٣% من GDP .</p> <p>أما دراسة "سيسارسل ولويزا" فأكدت علي أهمية العجز في الحساب الجارى في حدوث الأزمات وانتقدت الدراسات التي قامت بتحديد نسبة للعجز في الحساب الجارى نظراً لتجاهلهم خصائص الدولة ، واقترحت منهجاً جديداً لتحقيق التوازن في الحساب الجارى ، من خلال توازن محفظة الأوراق المالية طويلة الأجل عن طريق العملية الديناميكية لإعادة تخصيص الأصول في الأجل القصير والتوازن في الأجل الطويل عندما يستطيع المستثمرون الأجانب والمحليين ، تحقيق محفظة الأوراق المالية التي يرغبون منها .</p> <p>وأكدت التقارير والدراسات الأخرى علي التزايد الواضح لتضخم العجز في ميزان الحساب الجارى لكافة الدول ، قبل حدوث الأزمة مباشرة .</p>	<p>(Krugmam,P. 1998a)</p> <p>(Furman,J.&amp; Stiglitz,99)</p> <p>(Cesarcal,D. &amp;N.Loayza,2000)</p> <p>World Bank,1999b, 2000)</p>

(IMF. 1998 ,2000)

### ٣- السياسات النقدية المطبقة في الأسواق الناشئة:

أهم النتائج	الدراسات
<p>أكدت هذه الدراسات علي مجموعة خصائص مشتركة للأسواق الصاعدة أدت إلى تفشي الأزمة وهي:-</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- فشل سياسة التعقيم التي اتبعتها تلك الدول، حيث إنها لم تكن كافية لإدارة هذا التدفق الشديد لرؤوس الأموال . وقد أدت هذه السياسة في حد ذاتها إلي رفع سعر الفائدة وهو ما أدى إلي حوافز إضافية للمؤسسات البنكية لزيادة الإقراض والاقتراض وتشجيع المزيد من التدفقات ، ومع عدم كفاءة عمليات الإقراض في السوق المحلي فقد أدى ذلك إلى عدم كفاءة الاستثمارات.</li><li>- استمرار طفرة التدفقات في ظل نظم لسعر الصرف غير مرنة ومقومة بأكثر من قيمتها الحقيقية ، وأدى ذلك إلي تراكم سريع من الاحتياطي الدولي ، و مثلت هذه الزيادة عاملا إيجابيا في ضمان الاقتصاد. إلا أنه مع استمرار التدفقات والطفرة في الاقتراض فقد حدث توسع في عرض النقود في كافة الدول التي مرت بأزمة، وهو ما أدى إلي توقع أثار تضخمية وزيادة في قيمة سعر الصرف وبالتالي قفزات غير مبررة في أسعار الأصول حيث أوضح " هونج ين " في دراسته التي طبقت علي الدول الآسيوية السبع التي تعرضت لأزمة أن عملاتها كانت مقدرة بأكثر من قيمتها بحوالي من ٣٠% إلى ٤٠% مقابل الين الياباني قبل الأزمة مباشرة.</li><li>- زيادة المضاربات في سوق العملة لتلك الدول في ظل نظم غير مرنة لإدارة سعر الصرف والزيادة في حجم العملة الأجنبية المتداولة عن حجم التجارة للسلع والخدمات أدى إلى تقلبات حتى في حالة تمتعها بأداء اقتصادي جيد .</li><li>- ربط سعر الصرف بنظم ثابتة ومدارة من قبل الحكومات كان سببا أساسيا في الأزمات في حالة المكسيك – روسيا – آسيا – البرازيل.</li></ul>	<p>(Furman, Jason M. and Stiglitz 1998.)</p> <p>(Charles Adams, et al, 1998).</p> <p>(Hon G. Min, 1998)</p> <p>Gould David M. and Stenen B. Kamin 1999)</p> <p>(Jack Boormam and others 2000)</p> <p>( Klein, Michael and Olvei, 1999)</p> <p>( World Bank Sep. 2000)</p> <p>Mussa, Michael &amp; Richard, A. 1999</p>

### ٤- زيادة القروض قصيرة الأجل إلي المؤسسات المالية وغير المالية الخاصة.

أهم النتائج	الدراسات
<p>تمثلت أهم نتائج تلك الدراسات والتقارير الدولية فيما يلي:</p> <p>كانت زيادة حجم القروض قصيرة الأجل بالعملة المحلية للمؤسسات المالية وغير المالية الخاصة عاملا أساسيا في حدوث الأزمات المالية وبصفة خاصة في حالة أزمة شرق آسيا.</p> <p>- أدى توظيف تلك القروض من قبل البنوك في استثمارات طويلة الأجل بالعملة المحلية مع التقلبات في سعر الفائدة ونظم سعر الصرف السابق الإشارة إليها إلي حدوث أزمات سيولة وعدم قدرة علي السداد وارتفاع نسبة الديون الرديئة لدي البنوك وبالتالي حدوث الأزمة.</p>	<p>(Furman &amp; JStiglitz . 1998)</p> <p>(Steven, R. &amp; Jeffrey,S. 1998)</p> <p>(Charles , Adams, et. al,</p>

1998) (BIS, 1998)	- أوضحت بيانات بنك التسوية الدولي أن الاقتراض الدولي بين البنوك وبصفة خاصة بالدولار والين الياباني في آسيا قدر بحوالي ٤٣ بليون دولار فيما بين ٩٥-٩٦ وحوالي ٢/٣ هذا المبلغ يبلغ أجله أقل من عام وأن ٦٠% من التدفقات قصيرة الأجل موجهة إلي دول شرق آسيا.
----------------------	--

#### ٥- السياسات المالية لحكومات الدول التي مرت بأزمات

الدراسات	أهم النتائج
World Bank ,2000 (IMF. 2000) (Max field ,S.,1998)	أكدت التقارير والدراسات السابقة علي أن السبب الرئيسي في اندلاع الأزمات الاقتصادية وخاصة في روسيا والبرازيل والمكسيك هو اعتماد الحكومات ، علي تمويل الدين من خلال إصدار سندات وأوراق مالية حكومية بالعملة الأجنبية ، في ظل نظم صرف غير مرنة وتدفقات رأسمالية كبيرة بالإضافة علي وجود اختلالات علي المستوى الماكرو اقتصادي .

#### ٦-الاعتماد على القطاع المصرفي كمصدر رئيسي في التمويل :

الدراسات	أهم النتائج
(Iosco,1998,.1999) (Joseph , yam 1999)	تمثلت أهم نتائج تلك الدراسات في : - إن الاعتماد بصفة أساسية على النظام المصرفي في التمويل في ظل عدم وجود أسواق مالية نامية ، وبصفة خاصة أدوات الدين طويل الأجل، يرفع من درجة المخاطر التي تتعرض لها الشركات ، نظراً لضعف قدراتها على إيجاد هيكل تمويلي متوازن ، وهو ما يؤدي إلى زيادة حدة الآثار السلبية في حالة حدوث الأزمات. - ضعف وجود سوق سندات حكومية عميقة يمثل عائقاً أمام البنوك لتوفير متطلبات السيولة اللازمة.

#### ٧- زيادة التعاملات خارج الميزانية وخارج المقصورة من قبل البنوك والشركات:

الدراسات	أهم النتائج
----------	-------------

<p>- أكدت كثير من الإحصاءات التي قامت لها مؤسسة IOSCO ، أن المؤسسات المالية تعرضت لنسبة مخاطر مرتفعة ، نتيجة لتعاملات خارج الميزانية في سوق المشتقات .كانت تلك التعاملات عاملاً محفزاً لتراكم الدين قصير الأجل ، للاستفادة من تلك التعاقدات</p> <p>- أوضح "جاربر" أن نمو سوق المشتقات أدى إلي زيادة الضغوط التي تعرضت لها الشركات والبنوك وأن وجود مثل هذه التعاملات ، جعل عملية التفرقة بين القروض طويلة الأجل وقصيرة الأجل أمراً صعباً. حتى في حالة FDI فمن الممكن في ظل هذا أن يأخذ درجة تقلب أكبر مما كان عليه منذ أن استطاع المستثمر أن يقلل من أجله لتحوط وتجنب الخسائر ، وبالتالي فإن التفرقة بين الأنواع المختلفة للتدفقات في ظل هذا التقدم في أسواق المشتقات يعد عديم الفائدة .</p>	<p>(IOSCO. 1999 )</p> <p>(Garber P.1996,1998)</p>
--	---

#### ٨-سلوك المستثمر الأجنبي داخل الأسواق الناشئة :

أهم النتائج	الدراسات
<p>أوضحت هذه الدراسات :</p> <p>- أن المساهمات الخاطئة من جانب المستثمرين الأجانب وحرية دخولهم وخروجهم أدى إلي زيادة سلوكهم المضاربي للاستفادة من تغيرات الأسعار السريعة.</p> <p>- يعد سلوك المستثمرين الجماعي (سلوك القطيع) هو سلوكا غير رشيد ينتج عنه سلبيات ، ولكن أكدت الدراسات أن هذا السلوك يمكن أن يوصف علي أنه سلوك رشيد إذا توفرت ظروف معينة وهي:</p> <p>- عدم وجود نظام للمعلومات واسع الانتشار وكفاء فإن مديري الاستثمار سوف يتجهون إلي محاكاة سلوك الآخرين لتخفيف تكاليف التقييم ، وذلك حتى لا يكونوا متخلفين عن الآخرين والاستفادة من تحركات الأسعار ويحدث ذلك أيضاً في حالة الخروج فنظراً لارتفاع تكلفة الحصول علي المعلومات ففي حالة حدوث روح من التشاؤم وخروج أحد المستثمرين الكبار فمن الرشادة أن يتبعه الآخرين.</p> <p>ولذلك نجد أن وصف سلوك المستثمر واتجاهاته الاستثمارية في الأسواق الصاعدة، أمر ضروري لتنمية السياسات المناسبة تجاه هذه السلوكيات في الأسواق الناشئة .</p>	<p>(Calvo ,Guillermo .1997)</p> <p>(Devenow ,A. &amp; Ivowelch , 1996)</p> <p>( Steven ,R. &amp; Jeffrey, .S,1998.</p>

#### ٩-عدم القدرة علي إدارة المخاطر:

أهم النتائج	الدراسات

<p>أكدت هذه الدراسات علي أن معظم الأسواق الناشئة ليس لديها القدرة علي إدارة المخاطر يستوي في ذلك الشركات والوسطاء الماليين وأيضاً والمشاركين في السوق . وازداد هذا الأمر صعوبة مع نمو سوق المشتقات وزيادة درجة تعقد الأدوات المالية وتكرار الأزمات .  أدي ذلك الضعف إلي تعرض الشركات والبنوك لأثار غير مواتية في شكل زيادة في قيمة الديون بدون وجود تغطية مناسبة لها، وبالتالي ، فإن أي تغير في قيمة الأصول نتيجة تغيرات سعر الفائدة أو الصرف يؤدي إلي اندلاع مشكلة سيولة واسعة الانتشار وهذا يعد سببا أساسيا في أزمة دول شرق آسيا.</p>	<p>(IOSCO, 98,99)  (Eichengreen, B. et,al . 1998)  (Garber P. 1996)</p>
---	---

١٠- أثمر العـر دوي:

أهم النتائج	الدراسات
-------------	----------

انتشرت الكتابات عن أثر العدوي عقب أزمة المكسيك ، نظراً لان هناك ٩ دول من أمريكا اللاتينية عانت من ضغوط مشابهة أثناء الأزمة. بعد أزمة شرق آسيا بدأت الكتابات تنظر إلي العدوي بمفهوم أكثر عمقاً وتحليلاً ، فأوضحت دراسة " كرسيتين وروبيرت " في دراستهم لاختبار أثر العدوي أثناء الأزمة الآسيوية وأزمة المكسيك والولايات المتحدة ١٩٨٧ وبإستخدام معامل الارتباط ومعامل الارتباط المعدل؛ أوضحاً إنها ليست عدوي ولكنها ترابطات قوية بين الأسواق أثناء هذه الفترات .

(Kristin, Fortes and Robert R. 1999)

أوضحت دراسة "ماسون بول" ضرورة التفرقة بين المفاهيم الأساسية حتى يمكن تحديد السياسات المناسبة وهما ( Monsoonal effect ) ويعني به زيادة تكلفة الفرصة البديلة للأموال الأجنبية ، فعند معاناة دولة ما من أزمة ، نجد المستثمرين الأجانب يطلبون معدل عائد متوقع لتواجهه في دولة أخرى وهذا يتفق أيضاً مع ما يسمى أثر الانتشار (Spillover effects) ، والعدوي التامة ( Pure contagion ) ويقصد بها حالة تشائم المستثمر من الاستثمار في الدولة A عند حدوث أزمة في الدولة B .

(Mosson, Paul ,1998)

(Robert , Chang & Giovanni M. 2000)

تعد التفرقة بين هذين المفهومين أمراً ضرورياً لتحديد السياسات المطلوب تطبيقها ففي الحالة الأولى تصبح سياسات التقييم أكثر فاعلية ، أما في الحالة الثانية فيجب أن تؤخذ سياسات تساعد علي تحقيق تنبؤات حسنة بالاقتصاد. وتتوقف عواقب العدوي علي الموقف الأصلي للدولة فتكون أقل عرضة للأحداث الخارجية كلما انخفضت قيمة ديونها الخارجية وفي هذه الحالة يكون من المرغوب فيه فرض قيود علي الدين بالعملة الأجنبية.

(Calvo. G.& Mendoza,1998)

(Calvo. G. & Enrique M. 1999)

أما دراسة " روبيرتو وجيوفاني " دراسة " كالفو " فقد تعرضت لأهمية التفرقة بين العدوي عبر الأسواق داخل الدولة الواحدة ، من سوق العملة إلي سوق الأوراق المالية ، نظراً لأن الانهيار السريع للعملات وارتفاع سعر الفائدة تزامنا في تخفيض قيمة محفظة المستثمرين في الأسهم وبالتالي لا بد من اتخاذ السياسات التي تحد من الضغوط العنقوديه ما بين أسواق العمل والأوراق المالية.

أما النوع الثاني وهو العدوي عبر الدول تتوقف في الجانب الأكبر منها علي الروابط بين الاقتصاد الحقيقي للدول مثل التجارة البينية . وبصفة عامة فإن قوة العدوي سوف تزداد كلما ازداد العالم تكاملاً في المنتجات وأسواق المال.

## الآثار المترتبة علي حدوث الأزمات :-

توجد في بعض الحالات صعوبة في التفرقة الواضحة بين الأسباب والآثار المترتبة على حدوث الأزمات المالية وذلك في ظل الطبيعة الدورية والديناميكية للاقتصاد وللأزمات. وإن كان هناك إجماعاً في الكثير من الكتابات علي آثار واضحة لهذه السلسلة من الأزمات تمثل أهمها في:

### ١- الآثار الماكرو اقتصادية:

أكدت معظم الدراسات ومنها (WorldBank,2000) (Furman,J.&Stiylitz,1998) (Satiago Herrera ,et.al. May 2000) (Calvo,G.A.1998.) (Bayoumi,Tamim,1997)

أن الأزمات التي مرت بها المكسيك، آسيا ، وروسيا . أثرت بالسلب علي معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي وعلي الدول المحيطة. وصاحب ذلك ارتفاع في أسعار الفائدة ، وتقلبات في سعر الصرف ، وعجز الحساب الجاري ، وانخفاض في الاحتياطيات الدولية . وبعض هذه الدراسات قام بها " كالفو" و "استاتيغوا هيررا وآخرين ) باستخدام نماذج الانحدار المتعدد لتحديد هذا الأثر علي الأداء الاقتصادي .

### ٢- انخفاض في أسعار الأصول المحلية وتقلبات الأسعار :

أكدت دراسة (Calvo.G&Enrique.M.1999). (IOSCO 1999, 1998). (Philippe.&Eric.v,1998)

أن التقلبات الحادة في أسعار الأدوات المالية هي السمة المسيطرة على كافة الدول أثناء الأزمة ، وامتدت هذه التقلبات عبر الحدود وعبر الأدوات المختلفة وبصفة خاصة في أسواق العملات والأسهم والسندات أوضحت الإحصاءات الخاصة بمنظمة (IOSCO) أن رأس المال السوقي للدول التي عانت من أزمات في شرق آسيا انخفض في المتوسط بحوالي ٥٠% وفي إندونيسيا بحوالي ٨٥% في النصف الثاني من عام ١٩٩٧ .

أدي الانخفاض الشديد في أسواق الأسهم العالمية والمستوي المرتفع من التقلبات إلي صعوبة قيام المشاركين في الأسواق بتغطية استثماراتهم من المخاطر. أسفر عن ذلك ظهور مشكلة عدم كفاءة تسعير الأصول في ظل ارتفاع درجة تقلب السوق ، وفشل نظام السعر الاستكشافي في العمل بكفاءة في ظل عدم توافق المعلومات بالنسبة لتسعير الأسهم والسندات.

### ثالثاً سياسات التحوط من الأزمات :-

ألفت الأزمات السابقة المتلاحقة الضوء علي العديد من القضايا الهامة التي يجب أن تؤخذ في الاعتبار من قبل راسمي السياسة الاقتصادية والنظام المالي العالمي ومؤسسات التقييم الدولية حتى تتمكن الأسواق الناشئة من الاندماج في النظام المالي العالمي بطريقة آمنة. وفيما يلي نعرض لأهم الدراسات ونتائجها التي تناولت تلك النقاط بالدراسة والتحليل.

### سياسات التحوط الخاصة براسم السياسة الاقتصادية

أوضحت الدراسات والتقارير الدولية الحديثة مجموعة من الاختيارات أمام راسم السياسة الاقتصادية المحلية، للأساليب المقترحة لتأمين ضد الأزمات ، ويمكن إجمال هذه الأساليب المختلفة في مجموعتين أساسيتين وهما :

**المجموعة الأولى** تتضمن الأساليب التي تهدف إلي تقييد أنواع معينة من التدفقات بفرض قيود علي رؤوس الأموال سواء في حالة دخولها أو خروجها.

**المجموعة الثانية** تتضمن الأساليب التي تهدف إلي توفير سبل سريعة للحصول علي السيولة اللازمة خلال فترة الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال.

والجدول التالي يوضح أهم هذه الدراسات والأساليب المختلفة المقترحة لتأمين ضد الأزمات في الأجل القصير .

**الجدول رقم ( ٢ )**  
الدراسات التي تناولت الأساليب قصيرة الأجل للتأمين ضد الأزمات

المجموعة الأولى : قيود علي رؤوس الأموال	الرقابة الحذرة	نظام الاحتياطي الشيلي
<p>(Krugnam1998b,1999) (Edison,Reinhart,1999) (Edwards, Sebastian, 1999) (Jack, Boorman, et.al , 2000)</p> <p>أكدت هذه الدراسات علي فاعلية فرض قيود مؤقتة ونوعية علي خروج رؤوس الأموال، وذلك نظرا لأن فرض قيود دائمة وفي ظل عدم وجود أسس اقتصادية صحيحة يؤدي إلى آثار سلبية ، أما القيود المؤقتة ، والنوعية مثل فرض قيود علي عمليات خروج مبالغ ذات أحجام كبيرة ورؤوس الأموال قصيرة الأجل ، وشديدة التقلب يؤدي إلى حماية الاقتصاد من الصدمات المالية المفاجئة .</p> <p>وقد أنتشر هذا الأسلوب بصفة خاصة بعد نجاح التجربة الماليزية في ذلك حيث تم التحسن في الاقتصاد الماليزي بسرعة أكبر عنه في حالة إندونيسيا وتايلاند ، التي طبقتا برنامج الصندوق لمعالجة الأزمة.</p> <p>ومما يؤكد علي فاعلية هذا الأسلوب ، أنه لم يسفر عن نتائج سلبية لتدفقات طويلة الأجل، حيث شهدت ماليزيا تدفقات في شكل استثمار أجنبي مباشر مستمر وينسب أكبر من كوريا وتايلاند.</p>	<p>(Rossi,M.1999)(Krugman,1999)</p> <p>أوضحت الدراستان السابقتان:</p> <p>إن الرقابة الحذرة علي تدفقات رؤوس الأموال تعد أمرا ضروريا للحد من اقتراض البنوك ، في ظل تطوير الأدوات والابتكارات المالية، وارتفاع نسبة التعاملات خارج الميزانية ونمو سوق المشتقات .</p> <p>هذا بالإضافة إلى الحد من الاقتراض الخارجي قصير الأجل لكل من الشركات والحكومات .أكدت هذه الدراسات علي:</p> <p>فاعلية تلك الرقابة في امتصاص الأزمة المالية حيث ساهمت مباشرة في تخفيض نسبة الديون قصيرة الأجل وبالتالي الحد من مشاكل عدم التوفيق بين جانبي الأصول والخصوم .</p> <p>يحتاج تطبيق هذا الأسلوب إلى توافر كيانات مؤسسية قوية لإحكام الرقابة حتي يتم ضمان تطبيق البرنامج بنجاح .</p>	<p>(Callego.F.&amp;Hernande&amp;Klouss-1999) (Reinhart,c.Toods.1.1997) (Edward,Sebastian,1999)(Edison,Hgreihart 1999) (world Bank, 2000)</p> <p>فرضت الحكومة نسبة ٢٠% احتياطي من كافة تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل للاستثمار في المحفظة ، وتودع لدى البنك المركزي بدون فائدة .</p> <p>وهي نسبة متغيرة وصلت أقصاها عام ١٩٩٢ حيث بلغت ٣٠% وأدناها في سبتمبر ١٩٩٨ وبلغت صفر.</p> <p>أكدت كافة الدراسات السابقة علي فاعلية هذا النظام لعدم تأثيره علي تدفقات رؤوس الأموال في الأجل الطويل ، بل كان هناك أثر مؤقت في الأجل القصير يعد فرض هذه القيود .</p> <p>أدي هذا النظام إلى رفع متوسط آجال تلك التدفقات فانخفض نصيب التدفقات قصيرة الأجل من نسبة ٩٦,٣% في ١٩٩٨ إلى ٢,٨% في ١٩٩٧ . بالرغم من هذه المنافع فإن تطبيق هذا الأسلوب يتضمن تكلفة تتمثل في:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- رفع سعر الفائدة المحلي وهو ما يؤدي الي تخفيض معدل نمو الاقتصاد بحوالي ٠,٥% نتيجة لتخفيض الاستثمار.</li> <li>- يتطلب تطبيقه تغطية كاملة لكافة التدفقات حتي تتحقق الفاعلية الكاملة منه.</li> </ul>

المجموعة الثانية رفع مستوى السيولة من النقد الأجنبي

خطوط ائتمان للطوارئ	احتياطات تكفي لتغطية الدين قصير الأجل
<p>(Feldstien,1998) .(World Bank ,2000)</p> <p>اهتمت هذه الدراسات بالأساليب التي تحد من تكلفة احتفاظ الدولة باحتياطي مرتفع . ويعد وجود خط ائتمان للطوارئ من أهم هذه الأساليب .</p> <p>ويتمثل ذلك في اتفاق بين دولة ما والمقرضين الدوليين ، يتعهد فيه المقرض الدولي بان يقرض الدولة صاحبة الاتفاق (أو أي مقترضين محددين وليكن بنوك داخل الدولة) مبلغاً ويتفق عليه مسبقاً في حالة حدوث ظروف طارئة ، ويتم التعاقد علي سعر فائدة أقل من سعر الفائدة علي السندات السيادية في ذلك الوقت . ويتعهد صاحب الحق في الاقتراض بدفع رسوم محددة نتيجة حق الاقتراض في الظروف الطارئة ، وهي أقل من ١% من المبلغ المتفق عليه. تتمثل مميزات هذا الأسلوب في :-</p> <p>- أن تكلفة استخدام الأداة تعد أقل من تكلفة الاحتفاظ باحتياطات دولية كبيرة.</p> <p>- أن تحصل الدولة علي قروض بسعر فائدة منخفض جداً عما كان يمكن لها أن تقترض به أثناء الأزمة .</p> <p>وعلي سبيل المثال فقد تعاقدت الأرجنتين علي خط ائتمان للطوارئ بمبلغ ٦,١ بليون دولار ولم يتم الانتفاع به حتي الآن .</p>	<p>(Bussiere&amp;Mulder1999) ( Greenspan ,Alan,1999)</p> <p>أكدت هذه الدراسات على:-</p> <p>أن الرؤية التقليدية في تحديد مدي كفاية الاحتياطات الدولية لم تكن مناسبة في ظل تحرير عمليات حساب رأس المال، والتجارة في الأصول غير السلعية والخدمة . لذلك أوصت الدراسات بأنه :</p> <p>يجب أن لا يقل الاحتياطي الدولي عن المبلغ الذي يساوي رأس المال الأجنبي، الذي يمكن أن ينكمش نتيجة خروجه خلال عام (الدين قصير الأجل)</p> <p>- أن المستوي الأمثل للاحتياطي يختلف باختلاف عوامل متعددة منها :</p> <p>- نسبة العجز في الحساب الجاري</p> <p>فكلما زادت نسبة العجز فان الاحتياطي المطلوب يصل لمستويات تفوق الدين قصير الأجل بكثير .</p> <p>- نظام سعر الصرف.</p> <p>إن نظام سعر الصرف الثابت يتطلب مستوي أعلي من الاحتياطي عما يتطلبه تطبيق نظام سعر صرف مرن.</p> <p>-مستوي السيولة المحلية:</p> <p>لا بد من أخذ مستوي السيولة المحلية في الاعتبار وربط الاحتياطي به في حالة إمكانية خروج رؤوس الأموال.</p>

يعكس لنا الجدول السابق ، أساليب التحوط ضد الأزمات ، في الكتابات الحديثة ، اختلاف الغرض من قضية فرض القيود علي التدفقات الرأسمالية في بداية التسعينات وبعد وقوع الأزمات .  
-إن القيود كانت تفرض في بداية التسعينات، بسبب التخوف من أن يؤدي الخروج العكسي لهذه التدفقات إلي عدم استقلالية السياسات الماكرو اقتصادية لدولة وما يعقبها من أثار سيئة علي الاقتصاد . بالإضافة إلي التخوف من الضغوط التضخمية المتولدة نتيجة خلق زيادة في النقود ذات القوة العليا.  
بعد حدوث الأزمات تمثلت التخوفات الجديدة بالإضافة إلي ما سبق في عدم القدرة علي طلب تدفقات مالية جديدة في حالة خروج التدفقات، والتوقف المفاجئ في التدفقات الجديدة ، وهو ما دفع إلي الأخذ بالسياسات التي تخفض من سرعة تدفق رؤوس الأموال في فترات الانتعاش ، وتقيد خروجها أثناء الأزمات ، وتؤمن الحصول عليها عند الاحتياج لها. في الاعتبار.  
ومن هذا المنطلق نجد أن هناك ضرورة توجب علي كل دولة النظر إلي تلك المقاييس السابقة علي أنها مكملة لبعضها البعض وليست بدائل حتى يتم التأمين الجيد من الأزمات والتخفيض منها في حالة حدوثها بالإضافة إلي التخفيض من تكلفة استخدام كل أسلوب علي حدة .

### الإجراءات الخاصة بتنظيم سوق المال :

اهتمت العديد من الدراسات ، بعد الأزمة المالية التي مرت بها أسواق المال ، بتحديد الطبيعة التي يجب أن يتسم بها القطاع المالي ويستوي في ذلك القطاع المصرفي وسوق الأوراق المالية ، وأوضحت دراسة ( Barry. Johnston, 1998 ) ( Masson, paul 1998 ) أن هناك عاملين أساسيين يجب علي راسم السياسة الاقتصادية أخذهما في الاعتبار قبل تحرير الأسواق المالية حتى يتم تعظيم المنافع التي تعود من هذا الانفتاح والحد من المخاطر المصاحبة له وهما :  
**الوضع الأولي القائم للقطاع المالي من حيث ؛ الخدمات والأدوات المالية المتاحة ، درجة المنافسة في القطاع المالي بصفة عامة ، مستوى الحماية المتاح و توافر مستوى كافٍ وكفاء من الكوادر البشرية .**  
**التسلسل في التحرير وتخفيف القيود .**

أكد "باري جونستون" في دراسته على ضرورة التسلسل والتدرج في التحرير المالي ، وتختلف درجة التدرج ، وفقاً للوضع الاقتصادي لكل دولة ، ولكن هناك مجموعة عوامل مشتركة يجب أن تراعى في وضع برنامج التدرج وهي: ضرورة توافر درجة عالية من الرقابة المالية الحذرة و الأخذ بنظم سعر صرف أكثر مرونة و البدء في تحرير حساب رأس المال للأشكال الأكثر استقراراً مثل الاستثمار الأجنبي المباشر.

أوضحت دراسة (IOSCO . 1999) ضرورة تنمية سوق الأوراق المالية نظراً لأن وجود سوق للأوراق المالية يقوم بوظائفه بطريقة جيدة ، يتيح للشركات القدرة علي التوفيق الصحيح للمكاسب والتكاليف والأجال المختلفة للأصول ، ويساعدهم علي التأمين ضد تقلبات الأسعار، وهو ما يؤدي إلي كفاءة موقفهم المالي، وبالتالي تقليل نسبة المخاطر التي يمكن أن يتعرضوا لها أثناء الأزمات . وتعتمد تنمية سوق الأوراق المالية لكل من أدوات الدين طويل الأجل والأسهم علي ؛ إطار قانوني واضح غير بيروقراطي وبصفة خاصة في الجانب الخاص بحماية حقوق الملكية ، ورفع كفاءة نظم الرقابة وتقويتها.

كما أوضحت (IOSCO.1997) ضرورة وجود نظام فعال لإدارة المخاطر، قبل تحرير حساب رأس المال وبصفة خاصة في ظل نمو حجم أسواق المال وتعقد الأدوات المالية المستخدمة مثل المشتقات، هذا بالإضافة إلي تعدد المخاطر التي تتعرض لها أي مؤسسة مالية ، بعد أن كانت مخاطر عدم القدرة علي السداد هي التي تؤخذ في الاعتبار أصبح هناك مخاطر أخرى ؛ ومن أهم هذه الأنواع : مخاطر السوق ويقصد بها الحركة العكسية لأسعار الأصول والتي ينتج عنها خسارة للمؤسسات ، وهنا لا يقتصر الأمر علي المؤسسات المالية فقط بل تدرج تحته كافة الشركات بما فيها المؤسسات الحكومية ، طالما انه من المحتمل دخولهم في تعاملات خاصة بالمشتقات.

تعتمد الفكرة الأساسية للنموذج الذي أعدته IOSCO. ويعرف باسم Value-at-Risk (VaR) تحديد الحد الأقصى للخسارة التي تتعرض لها محفظة مالية ، خلال فترة زمنية محددة عادة يوماً ، نتيجة الحركات العكسية لأسعار الأصول خلال مدى زمني أوسع حوالى مائة يوم بدرجة ثقة 99% . وذلك بالاعتماد علي منهج المحفظة المالية ، بأخذ درجة الارتباط بين أسعار الأصول التي تتكون منها المحفظة ، ودرجة تقلبها

في الاعتبار لتحديد قيمة المخاطر، وبالتالي الاحتياطات اللازمة من رأس المال لمقابلة هذه المخاطر. لذلك يختلف هذا النموذج عن النموذج المعياري للجنة "بازل" في تحديد الحد الأدنى لاحتياطات رأس المال للبنوك لمقابلة المخاطر (يقصد بها في هذه الحالة مخاطر عدم القدرة على السداد فقط) حيث يعتمد على تحليل جزئي لمخاطر كل أصل على حده ثم تجميع هذه المخاطر، و عدم أخذ درجة الارتباط في الاعتبار، وبالتالي إهمال اثر التنويع، لذلك فإن قيمة متطلبات احتياطي رأس المال في ظل نموذج (VaR) أقل منه في حالة نموذج لجنة بازل، ولكنه أكثر أماناً. حرصت لجنة بازل على استخدام هذا النموذج وبناء على ذلك ألغت في عام ١٩٩٧ استخدام النموذج المعياري في تحديد احتياطات رأس المال في البنوك وفقاً للقانون الصادر في عام ١٩٨٨، وضرورة استخدام نموذج (VaR) وأخذ مخاطر السوق في الاعتبار وهو ما يجب أن تلتزم به المؤسسات المالية في أسواق المال الناشئة.

أكدت دراسة "ماسون" ضرورة التنسيق بين السياسات للحد من آثار الأزمة أو العدوى إذ لا بد من وجود مجموعة متناسقة بين سياسات الإصلاح الهيكلي، بهدف زيادة عمق الأسواق المالية وزيادة التنويع في مصادر التمويل والرقابة عليها، وبين السياسات الماكرو اقتصادية الخاصة بإدارة الاحتياطي الدولي وسياسة سعر الصرف.

### تقوية بناء النظام المالي العالمي.

عكست الأزمات السابقة، رد فعل واضح عن الدور الذي يجب أن تقوم به المؤسسات المالية الدولية، لتدعيم مقاومة البناء المالي العالمي للأزمات والحد من الآثار المدمرة لانتشارها. ومن هذا المنطلق اهتمت المؤسسات المالية بوضع وتنمية أسس ومعايير عالمية للممارسات المالية الصحيحة علي مستوى العالم. و إلزام الأسواق الناشئة بالتعامل بها.

قامت لجنة بازل (Basle Committee, 1997) بوضع أسس للمعايير الدولية الخاصة للإشراف والرقابة الفعالة علي البنوك. والمؤسسة العالمية للأوراق المالية (IOSCO. 1998)، والمؤسسة الدولية للإشراف علي التأمين (IAIS.1997) واللجنة الخاصة بالمعايير الدولية للمحاسبة. (IASC.1998) بوضع الأسس العالمية للإجراءات والتنظيمات الخاصة بنشاط كل لجنة ومؤسسة بهدف ان تكون هي الأسس الرسمية علي المستوى العالمي فيما بين المؤسسات المالية

أصدر صندوق النقد الدولي (IMF.1999) دليلاً خاصاً بالممارسات الصحيحة في الشفافية، كمرشد لأعضائه لزيادة مصداقية سياستهم المالية، والتي تعد مكوناً أساسياً من نظام شامل للرقابة. هذا بالإضافة إلى التأكيد على ضرورة قيام مؤسسات التقييم الدولية بدورها بكفاءة في التنبؤ بالأزمات قبل حدوثها، حيث وجهت كثير من الانتقادات لتلك المؤسسات لفشلها في التنبؤ بالأزمات بل اتجهت لتكون مجرد رد فعل للأحداث، حيث أن التغير من درجات التقييم الائتماني بالانخفاض أدى إلى ازدياد شدة آثار الأزمة. و الحرص علي تغطية التقييم الائتماني لأكبر عدد من الأسواق الصاعدة ليس على المستوى السيادي فحسب بل على مستوى القطاع الخاص أيضاً. (World Bank, 2000)

### التنبؤ بصافي التدفقات الرأسمالية إل أسواق المال الناشئة

أعد البنك الدولي (World Bank, 2000) نموذجاً للتنبؤ بمستقبل التدفقات للأسواق الناشئة وأوضحت الدراسة أن التنبؤ بتدفقات الأموال الخاصة يعد أمر في غاية الصعوبة نظراً للإنكسارات الشديدة المنكررة في البيانات والتغيرات في السوق والتي لا تسير بالضرورة وفقاً للاتجاهات الاقتصادية. والمنهجية المستخدمة في بناء هذا النموذج، قائمة علي الانحدار المتعدد لمجموعة من عناصر "الدفع والجذب" التي نوقشت في الأدبيات وتم عرضها في القسم الأول ومطبق علي عينة تضم مجموعة من ٣٧ دولة نامية، خلال الفترة ١٩٧٨-١٩٩٧ وتؤكد الدراسة أن يجب النظر إلي نتائج هذا النموذج علي أنها اتجاه أولي للتنبؤ بالتدفقات في ظل غياب أي أحداث مفاجئة.

توضح التقديرات الكمية للنموذج تأثير المخاطر والعوامل الخاصة بالدورة الاقتصادية علي التدفقات إلي الأسواق المالية في عام ١٩٩٩ والفترة المتنبئ بها ٢٠٠٠-٢٠٠١ وأسفرت النتائج عن أن تلت الانخفاض الحادث في قيمة التدفقات يعود إلي العناصر الخاصة بالدول المتلقية، وبصفة خاصة ارتفاع

درجة المخاطر وتقلب قيمة الأصول. أما باقي النتائج فقد أوضحت أسباباً أخرى للانخفاض ، مثل ارتفاع أسعار الفائدة ومعدلات النمو المرتفعة في الدول الصناعية .

وتشير نتائج السيناريوهات المختلفة المطبقة علي النموذج إلي أن ، التدفقات لأسواق المال ( السندات – القروض البنكية – الأسهم ) سوف تشهد زيادة وتصل إلي ١,٦% من GDP للأسواق الناشئة في ٢٠٠٠-٢٠٠١ مقابل ٦% ، في عام ١٩٩٩. وتعكس هذه الزيادة التقدم المتوقع تجاه العودة إلي الوضع العادي ولكن سوف تظل التدفقات أقل من معدلاتها عن فترة الازدهار .

أما عن التوزيع الإقليمي للتدفقات ، فنجد أن الطلب في دول شرق آسيا والتي تحتل نسبة أساسية كبري من إجمالي التدفقات ، سوف يتحسن بنسب معتدلة وبطيئة بالرغم من التحسن القوي في العوامل الدورية حيث حققت اقتصاديات الدول الخمس التي تأثرت بالأزمة تحسن أسرع مما هو متوقع حيث بلغ معدل النمو في عام ١٩٩٩ ( ٥,٨% ) مقارنة بما كان متوقع له ( ٤,٤% ) .

تمثل أمريكا اللاتينية المكون الرئيسي الثاني لدول المتلقية ، وسوف يشهد هذا الإقليم تحسناً ولكن بسيطاً ، نظراً لاستمرار معدلات النمو البطيء في الأرجنتين ، وعدم التأكد من السياسات الخاصة بجمهورية ( فنزويلا) والتضارب السياسي في كولومبيا وأزمة الإكوادور الأخيرة ، كل هذه عوامل سوف تستمر في وضع قيود علي التدفقات لهذه الدول.

أما وسط أوروبا فهو ذو نصيب منخفض من إجمالي التدفقات ، ومن المحتمل أن تزيد التدفقات نتيجة التحسن في الأداء الاقتصادي ، إلا إن استمرار عدم الاستقرار في الأسواق الروسية يحد من تلك الزيادة . أيضاً بالنسبة لمنطقة للشرق الأوسط وشمال أفريقيا وهي مناطق ذات نصيب منخفض ، فسوف تشهد تحسن أيضاً وأن كانت بعض الأحداث السياسية في المنطقة ، وتعسر عملية السلام من المحتمل أن يحد من هذا التحسن .

كما أوضح تقرير صندوق النقد الدولي (IMF .Sep.2000) .

أن هناك اتجاهًا عالميًا لزيادة الملكية عبر الحدود، وهو ما يؤدي إلي توقع زيادة حجم التدفقات سواء في شكل أسهم أو سندات، ولكن الملكية سوف تأخذ شكل مختلف عما قبل ، فلم يعد ينظر إلي السوق الناشئة كدولة ، بل أصبح ينظر له كصناعة محددة ، أو قطاع محدد أو حتى على مستوى الشركات ، فبدأ المستثمرون يهتمون بطبيعة الشركات ودرجة السيولة والتقدم التكنولوجي.

لذلك بدأت تظهر أشكال جديدة لإصدارات الأسهم من قبل الأسواق الناشئة ، لم تكن موجودة في العقد الماضي مثل : الطرح الأولي في سوق مالي متقدم ، أو تغيير مقر منشئها الأساسي وتسجل في بورصة الدولة التي سوف تكون المقر الجديد لها لتخلص من هامش المخاطرة يكونها شركة من الأسواق الناشئة .

**نخلص** من العرض السابق لكافة الكتابات الحديثة عن أسواق المال الناشئة خلال عقد التسعينات وبداية العقد الحالي ، أن نظرة المستثمر الأجنبي لتلك الأسواق المالية الناشئة ، لم تعد نظرة كلية علي المستوي الماكرو اقتصادي فحسب، بل علي العكس أصبحت نظرة جزئية تهتم بطبيعة الشركات ، وهيكلها التمويلي، ونظم الرقابة والأشراف ومدى تماشيها مع النظم العالمية ، بل لم تعد تلك نظرة المستثمر الأجنبي فحسب ولكنها أصبحت نظرة الدول المتلقية أيضاً. فالتدفق الكبير الذي شهدت تلك الأسواق في بداية التسعينات أدى إلي زيادة عنصر من عناصر الإنتاج ( رأس المال ) زيادة مفاجئة ، أدى بدوره إلي نمو واضح ، إلا أن هذا النمو لم يكن مصحوباً بالكفاءة والتخصيص الأمثل الذي يساعد علي استمراره . ومما يؤكد ذلك أن دول شرق آسيا بالرغم من تحسن أوضاعها وعودة معدلات النمو للارتفاع مازال حجم الطلب على الأموال الأجنبية منها محدوداً، لحين إحكام الرقابة على الأوضاع الداخلية. ولذلك فنجد أن كافة السياسات الخاصة ، بالإصلاح الهيكلي، والمؤسسي، للقطاع المصرفي والشركات، وسوق الأوراق المالية ، أصبحت ضرورة ملحة للاستفادة من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية بطريقة أكثر كفاءة واستمرارية.